
estudios estadísticos y prospectivos

Estados Unidos: ¿Una nueva economía, o más de lo mismo?

Gunilla Ryd



División de Estadística y Proyecciones Económicas

Centro de Proyecciones Económicas

Santiago de Chile, diciembre de 2003

Este documento fue preparado en el Centro de Proyecciones de la División de Estadística y Proyecciones Económicas, por Gunilla Ryd.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN impreso 1680-8770

ISSN electrónico 1680-8789

ISBN: 92-1-322324-2

LC/L.2043-P

Nº de venta: S.03.II.G.202

Copyright © Naciones Unidas, diciembre de 2003. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

| | |
|---|----|
| Resumen | 5 |
| I. Introducción | 7 |
| II. Características de la expansión de los noventa | 9 |
| a. El dinamismo particular de los años noventa | 10 |
| b. La productividad y la “Nueva Economía” | 11 |
| c. La exuberancia irracional de las bolsas..... | 15 |
| d. La fortaleza del dólar..... | 19 |
| e. Los instrumentos de política..... | 23 |
| III. La evolución económica reciente y la coyuntura actual | 27 |
| a. En el 2003 se inicia un repunte..... | 29 |
| b. ...pero hay límites y riesgos | 31 |
| IV. A modo de conclusión: un motor a media máquina... | 33 |
| Bibliografía | 37 |
| Serie estudios estadísticos y prospectivos: números publicados | 39 |

Índice de gráficos

| | | |
|-----------|--|----|
| Gráfico 1 | Estados Unidos: crecimiento trimestral, 1990-2003 | 10 |
| Gráfico 2 | Estados Unidos: evolución de las principales bolsas, 1995 a 2003 | 16 |
| Gráfico 3 | Evolución de las ganancias corporativas | 18 |
| Gráfico 4 | Evolución trimestral de los flujos de capital hacia los Estados Unidos, 1993 al primer semestre del 2003 | 19 |
| Gráfico 5 | Evolución de los tipos de cambios reales, 1992=100..... | 20 |
| Gráfico 6 | Evolución del índice de cambio real del dólar, 1985-03..... | 22 |
| Gráfico 7 | Tasas de variación por sectores del gasto, 1995-2003 | 28 |
| Gráfico 8 | Estados Unidos: indicadores económicos | 30 |
| Gráfico 9 | Evolución del Comercio Exterior 1990-2003..... | 31 |

Resumen

Tras la recesión a principios de los años noventa los Estados Unidos iniciaron una etapa de crecimiento económico que sólo se cierra en el 2001, dando lugar a una de las expansiones más largas registradas en la posguerra. El alto crecimiento y su persistencia dieron lugar a la idea de un nuevo paradigma de crecimiento al tiempo que los Estados Unidos se convertían en la locomotora de la expansión mundial. Un conjunto de factores contribuyó a conformar las características específicas de este dinamismo cuyo eje central fueron las inversiones, sobre todo en el sector de alta tecnología, elevándose notoriamente su importancia en el PIB. Este crecimiento impulsó al consumo y a las importaciones, y generó una rápida expansión del empleo mientras que por otro lado se generaron grandes desequilibrios. La rápida expansión de las importaciones se reflejó en uno de los más altos déficit en cuenta corriente del último medio siglo. A partir de 2001 se expande el gasto fiscal, intensificado con las intervenciones militares en Afganistán e Irak y el mayor gasto en seguridad, al tiempo que la recesión económica y las reducciones impositivas contraen los ingresos fiscales. De este modo se eliminó el superávit acumulado durante la década de los noventa y se pasó a un considerable déficit fiscal.

No hay consenso sobre la perspectiva de la economía norteamericana. Por un lado se sostiene que las mejorías de productividad junto con el enorme impulso fiscal se traducirán en mayor inversión y consumo con lo cual la economía registrará un crecimiento lo suficientemente alto como atraer el financiamiento externo necesario. A medida que la economía continúe expandiéndose

los déficit se absorberán progresivamente y los Estados Unidos reforzarán su rol como motor del crecimiento mundial. Otros piensan que esta visión no es necesariamente errónea pero sólo en el corto plazo. Es decir, una aceleración económica en el 2004 es posible pero significaría postergar y ampliar el necesario ajuste "post-excesos". Los Estados Unidos han superado períodos anteriores de sobre valorización del dólar y de desequilibrios "gemelos" en cuenta corriente y fiscal gracias a su rol como emisor de moneda de reserva internacional, pero la situación actual parece ser más grave. Esto no sólo por el monto de estos desequilibrios sino por la complejidad del contorno internacional, caracterizado en particular, por la debilidad de las economías de Europa y del Japón, por la existencia de Bancos Centrales independientes y por la alternativa de moneda de reserva que ofrece el euro. Frente al débil crecimiento, que aún se observa a escala mundial, la manera como se logre el necesario ajuste de divisas determinará en que medida un nuevo alineamiento de estas contribuirá a la reactivación de la economía mundial o presentará un nuevo obstáculo para la misma.

I. Introducción

La economía norteamericana se fue convirtiendo en la locomotora del crecimiento mundial a partir de la recuperación que se inicia después de la recesión principios de los noventa. Además la década los años noventa destaca sobre la de los últimos 50 años por mostrar una continua expansión sin recesiones. Este hecho notable hizo que desde mediados de los noventa se especulara sobre el fenómeno y sobre las posibilidades que los Estados Unidos continuase impulsando el crecimiento mundial. A medida que se prolongaba la expansión surgió una cierta euforia, pues se pensó que se estaba logrando superar los ciclos económicos y, en particular las recesiones. Se acuñó la expresión de “la nueva economía” que traducía la convicción que la transformación tecnológica permitía crecimientos acelerados de la productividad que situaban el potencial de crecimiento en nuevas fronteras, dando origen a círculos virtuosos que eliminarían las recesiones. No menos elogios se atribuyeron a las intervenciones de la Reserva Federal que con el manejo de la política monetaria impedía o atenuaba los impulsos recesivos que pudieran surgir. La recesión del año 2001 puso término o al menos atenuó esta creencia en la superación de las crisis y recesiones. No obstante la expansión resulta igualmente notable y con la recuperación reciente cabe preguntarse si los Estados Unidos pueden convertirse nuevamente en el motor del crecimiento mundial.

En la primera sección de este documento se examina este período de crecimiento sostenido contando ahora con una perspectiva temporal más amplia. La característica central, que se destaca y analiza, es que el crecimiento estuvo constantemente liderado por la inversión, hecho que lo diferencia de otros períodos expansivos. Además el ritmo de crecimiento de la inversión fue sumamente elevado. En términos macroeconómicos esta expansión arrastró al consumo y a las importaciones, y generó un rápido crecimiento del empleo. No obstante, fue acompañada por una evolución lenta del ahorro nacional y una rápida expansión del ahorro externo. A la vez el crecimiento de las exportaciones fue incapaz de evitar una rápida expansión del déficit comercial externo. En términos del equilibrio global de la balanza de pagos estos dos desequilibrios se compensan, pero a largo plazo son difícilmente sostenibles.

En la sección siguiente se examina un conjunto de factores tecnológicos y macroeconómicos que explican y enmarcan la fuerte expansión de la inversión. Se trata de la incorporación a la economía en su conjunto de un potencial tecnológico acumulado en la Guerra Fría, el funcionamiento de las bolsas y los movimientos de capitales internacionales que permitieron movilizar el ahorro requerido, el fortalecimiento del dólar y el incremento en su uso como moneda de reserva especialmente por parte de China, Japón y Corea, y por último el manejo de la política económica, y muy particularmente el cambio de un presupuesto marcado por el gasto militar a otro en que esta partida se redujo sustancialmente hasta gestar un superávit fiscal por primera vez desde mediados de los años cincuenta. Así se persigue destacar la naturaleza y nueva distribución sectorial de la inversión con sus consecuencias sobre las distintas productividades, los flujos internos y externos que hicieron factible el financiamiento necesario, y la naturaleza de las reglas comerciales y financieras y de las políticas fiscales y monetarias que acompañaron estos fenómenos.

Finalmente, se describen las características de la recesión¹ que se inició en marzo del 2001, de poca profundidad y duración en relación con el promedio de las recesiones del último medio siglo y se analizan las particularidades de la recuperación que se gesta a partir del primer trimestre del 2002 y se refuerza en el segundo trimestre del 2003. Se destacan las fuerzas y debilidades de esta recuperación, comparando los impulsos del crecimiento actual con el período de expansión previa y evaluando si existen posibilidades de que la economía estadounidense vuelva a crecer a tasas elevadas y sostenidas, como indicaría “la nueva economía” o si existen condicionantes que pueden limitar o frenar el ritmo de crecimiento.

La perspectiva de la economía norteamericana es de gran relevancia para América Latina, tanto para los países cuyos lazos comerciales se centran en ese mercado, como es el caso de México y los países centroamericanos y del Caribe, como para otros cuya perspectiva depende de manera más indirecta de la economía norteamericana vía su impacto en mercados terceros y precios internacionales; entre estos últimos están los países del Cono Sur y los exportadores altamente dependientes de ciertos productos básicos sensibles a la coyuntura económica. Además, los efectos que tiene la evolución de la economía estadounidense sobre los mercados financieros, en términos de la evolución de las tasas de interés y de los flujos financieros, tienen impacto en la región, sobre todo para los países más endeudados. Estrechamente asociada está la orientación de las tasas de cambio de los países de la región frente al dólar y, a su vez, el movimiento de la moneda norteamericana frente a las demás divisas, cambios que en su conjunto determinan el grado de competitividad de las exportaciones latinoamericanas en sus principales mercados.

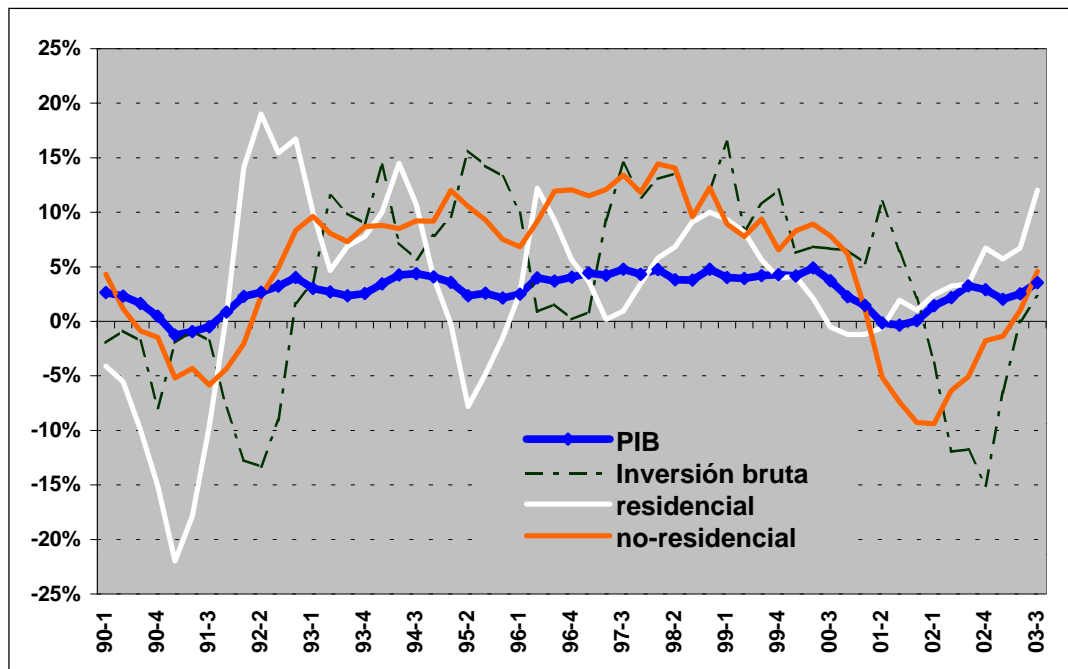
¹ La definición de ciclo con sus fases de expansión y recesión viene del National Bureau of Economic Research, NBER, de los Estados Unidos, Con fecha 26 de noviembre del 2001 declaró que la economía había entrado en recesión en marzo del 2001, la que tocó fondo en noviembre el mismo año, como fue anunciado el 16 de julio de 2003, véase www.nber.org.

II. Características de la expansión de los noventa

La recesión, que se inició en marzo 2001, cierra el período de expansión que se inició a principios de la década de los noventa. Este tuvo una duración de diez años con lo cual superó ampliamente el promedio de duración de las fases expansivas del último medio siglo, que ha sido de 4 o 5 años. Empero, no es sólo por su duración que la expansión de esta década se distingue de los períodos expansivos anteriores sino también por los factores que impulsaron ese crecimiento. Al respecto cabe señalar que la recuperación que se inició a partir de 1992 es liderada por la inversión fija, sobre todo la inversión en equipo y software, que continuó creciendo a tasas muy elevadas a lo largo del período. Así, mientras en el período 1992 - 2000 el producto y el consumo crecieron en promedio a una tasa de 3,6 y 3,8% respectivamente la inversión fija se expandió a una tasa real de 8%, secundada por un ritmo aún más acelerado en el sector de equipo y software, de 11%. Esta evolución otorga una peculiaridad a esta fase de crecimiento que la diferencia de las demás fases expansivas que se han identificado desde la última guerra mundial; estas han estado más relacionadas con el dinamismo del consumo y de la construcción residencial. Los motivos que subyacen tras el dinamismo de la inversión en maquinarias y equipo o del consumo y la inversión residencial son sustancialmente distintos y la importancia que puedan haber jugado las políticas fiscales y especialmente la monetaria es también diferente.

Gráfico 1

ESTADOS UNIDOS: CRECIMIENTO TRIMESTRAL, 1990-2003
(tasa porcentual trimestral con respecto al mismo trimestre del año anterior)



Fuente: Bureau of Economic Analysis, BEA, www.bea.doc.gov.

a. El dinamismo particular de los años noventa

Varios factores contribuyeron a la sostenida expansión de la década de los noventa. En el mundo desarrollado y muy particularmente en los Estados Unidos se había producido una importante innovación tecnológica que estaba restringida en su uso; estaba destinada principalmente a fines no civiles y dado el grado de madurez de estas innovaciones y su traslado a la economía en su conjunto se proporcionó un dinamismo propio a la inversión. Así, las elevadas tasas de crecimiento de la inversión, sobre todo en los sectores de alta tecnología, han aumentado la importancia relativa de la inversión, que ha pasado del 13% del PIB al 17% entre 1991 y 2000, en base a valores corrientes. Dada la caída de precios de los bienes en sectores de alta tecnología en términos de volumen el aumento del peso relativo de la inversión es aun más importante, como se puede deducir del hecho que el índice deflactor del PIB subió un 22% entre esos dos años. En el caso de la inversión fija este índice varió solo 4,7% y en el caso de la inversión en bienes y equipo esta variación fue negativa, -15,4%.

Entre los factores que facilitaron esta expansión está la producción bélica y desarrollo de actividades de inteligencia, que en décadas anteriores se habían justificado con la “Guerra Fría” entre Occidente y los países socialistas. El fin de este largo período de “guerra fría” permitió una utilización masiva de importantes recursos físicos y humanos incluyendo el Internet, que originalmente también obedecía a fines militares; recursos todos que a partir de la década de los noventa podían destinarse a fines civiles. Por otro lado cabe señalar que este desarrollo tecnológico y la expansión de la inversión acrecentaron la disponibilidad de productos relacionados con esta nueva tecnología en áreas como la informática y la computación, en particular los de

telecomunicaciones y los precios cayeron sustancialmente, todo lo cual estimulaba fuertemente la demanda por este tipo de productos y por más inversiones.

Otro factor de impulso, que fue surgiendo durante la segunda mitad de los ochenta, fue la depreciación del dólar con la cual las condiciones para aprovechar los desarrollos tecnológicos eran muy favorables a los Estados Unidos. La fuerte depreciación del dólar durante la segunda mitad de los ochenta otorgaba una mayor competitividad a las empresas norteamericanas al tiempo que se contaba con una considerable disponibilidad de recursos. Para financiar esta expansión de la inversión las empresas se endeudaron mientras paralelamente las expectativas de ganancias crecientes elevaron las acciones en las bolsas. Tal evolución incentivó, a su vez, el consumo vía el “efecto riqueza” y dio por ende un nuevo impulso a la inversión, creándose así una suerte de expansión que se autoalimentaba. Finalmente se ha también destacado el “dividendo de la Paz” o sea la reducción del gasto militar que hizo posible superar el tradicional déficit fiscal e incluso acumular un considerable superávit.

En resumen, en esta situación las empresas, sobre todo de ciertos sectores, tomaron decisiones que no respondían tanto a la demanda, sino que eran motivados más bien por las oportunidades que ofrecía la innovación tecnológica. Este período de expansión puede por lo tanto caracterizarse como liderado principalmente por un “impulso de oferta” y no tanto por un “impulso de la demanda” como tradicionalmente se ha observado en auges económicos previos.² Lo atípico de este período de crecimiento hizo más difícil identificar con claridad el papel que podría jugar la política económica en relación con los desequilibrios que se gestaban entre los niveles de inversión e ahorro internos y en la balanza comercial.

b. La productividad y la “Nueva Economía”

A medida que se prolongaba la expansión surgió una cierta euforia, pues se pensó que se estaba logrando superar los ciclos económicos tradicionales y, en particular las recesiones. Se acuñó la expresión de “la nueva economía” que traducía la convicción que la transformación tecnológica permitía crecimientos acelerados de la productividad que situaban el potencial de crecimiento en nuevas fronteras, dando origen a círculos virtuosos que eliminarían las recesiones. Este concepto no siempre aparece claramente definido pero se puede resumir el término nueva economía como “el conjunto de cambios cualitativos y cuantitativos que, en los últimos 15 años han transformado la estructura, funcionamiento y reglas de la economía. La Nueva Economía es una economía basada en las ideas y el conocimiento donde la clave para la creación de trabajo y niveles de vida más altos son las ideas innovadoras y la tecnología incorporadas en servicios y productos manufacturados”.³

Así, el crecimiento de la economía se deducía de un nuevo paradigma que aseguraría un crecimiento elevado y sostenido con niveles bajos de desempleo y sin presiones inflacionarias. Aún cuando hay otros factores que contribuyen a formar esta nueva economía, como la desregulación y liberalización financiera y comercial, los aumentos de productividad se situaron como la variable explicativa central de esta nueva economía, fruto de la innovación tecnológica que abarca la mayoría de los sectores productivos. Corresponde destacar que es, sobre todo, a partir de la segunda mitad de la década de los noventa que se observa un manifiesto crecimiento de la productividad, y sobre todo a partir de 1997. Así se calcula que el aumento en la productividad del trabajo, entendida como el producto por hora trabajada, entre 1995 y 1999 supera en un 75% el promedio de alcanzado en el período 1976-95 y el ritmo de crecimiento de la productividad del

² Véase: Statistics Norway, (3/2002) y The Economist, (Septiembre, 28, 2002).

³ Ver: Robert D. Atkinson, Randolph H. Court, *The New Economy Index: Understanding America's Economic Transition*, Progressive Policy Institute, Nov. 1998.

capital subió paralelamente a más del doble⁴. Cabe señalar que la medición de productividad presenta dificultades metodológicas y tampoco esta exenta de errores; se usa tradicionalmente el concepto de producto por horas trabajadas por ser de más fácil medición, aún cuando la medida más correcta sería la productividad global de los factores (PGF). La PGF es la parte de la producción que no se explica ni por la utilización del stock de capital ni por la utilización de la fuerza laboral y se asocia en buena parte con la innovación tecnológica.⁵

La medida de productividad laboral puede sin embargo introducir sesgos por las dificultades relacionadas a la medición del uso de la fuerza laboral; empero aumenta al elevarse el insumo de capital por unidad de trabajo, lo que se conoce como “capital deepening”. Es altamente probable que con la introducción de las tecnologías de información y comunicación hayan aumentado el número de horas trabajadas sin que sean propiamente registradas al ser posible realizar trabajo a distancia y sin restricciones de jornada. Pero como señala un especialista es la innovación y no la transpiración que lo permite elevar sostenidamente a la productividad del trabajo.⁶

Con todo, la productividad aumentó en promedio un 1,5 % por año entre 1990 y 1995 y 2,4% posteriormente para el sector productivo en su conjunto; esta, sin embargo, creció más lentamente a partir de la segunda mitad de 2000, llegando a 1.3% en el 2001.⁷ Según datos de la Reserva Federal la productividad volvió a crecer, y se expande al 2-2,5% en línea con el promedio de la segunda mitad de los noventa, pero este crecimiento estaría asociado a medidas de eficiencia y no a la expansión del capital.⁸

Frente a esta evolución se hicieron estimaciones que indicaban, dada la tendencia al alza de la productividad, que la economía norteamericana podría ahora crecer en una trayectoria que supera en un punto porcentual a la tendencia observada durante las dos décadas previas sin que surjan presiones inflacionarias; en otras palabras, su potencial de crecimiento habría subido.⁹ Distintos autores sitúan el crecimiento de la productividad laboral un rango factible de 1,5 a 3,0% mientras que algunos calculan un rango algo más reducido. Esto se traduciría en un crecimiento potencial de entre 2,5 y 4,0 dada la expansión de la fuerza laboral, que estaría progresando al ritmo de 1% anual.¹⁰ Muchos de los estudios que se realizaron sobre la evolución de la productividad en este período relevaron el impacto del progreso tecnológico y admitieron que este podría estar asociado a una nueva era de crecimiento. La incógnita era por cuánto tiempo más este acelerado ritmo de aumento de la productividad era sostenible.¹¹

Klein, por ejemplo sostiene que hay razones para pensar que la economía norteamericana es más competitiva, dado el esfuerzo de inversión sobre varias décadas en la aplicación de la ciencia y la tecnología a la producción, lo que debería reflejarse al aplicar técnicas econométricas sobre el resultado. El crecimiento de una economía depende de la acumulación de los factores productivos y del progreso tecnológico o la innovación productiva. Las funciones de producción tradicionalmente usadas consideran que los rendimientos a escala son constantes, pero no incorporan de manera explícita los efectos del cambio tecnológico sobre el rendimiento. En un estudio reciente, Klein ha intentado superar estas limitaciones, estimando una función de producción que aísla los efectos de cambio tecnológico por un lado y por el otro intenta determinar el rol que juega el capital de infraestructura en la expansión de la productividad. Concluye que hay evidencias de contribuciones

⁴ Véase: Ray Barrell, *Booms and turning points*, NIESR, presentado en la reunión Link, abril 2000.

⁵ Este concepto se expresa usualmente en una función de producción del tipo $Y = A * K^\alpha * L^{(1-\alpha)}$ donde K= capital, L= fuerza laboral utilizada y α y $(1-\alpha)$ son las elasticidades respectivas y A la productividad global de los factores.

⁶ Ver: S. Roach: *The productivity Paradox*, New York Times, 30/11/2003.

⁷ Estas tasas son elaboradas por el Bureau of Economic Analysis y se miden como producción o output por hora de todas las personas. BEA publica también un índice de “multifactor productivity” que da tasas de variación muy similares.

⁸ Véase: Reserva Federal: *Monetary Policy Report to the Congress*, 15/07/2003

⁹ Véase: UN/DESA, (enero 2001).

¹⁰ Véase: *The Economist* (Septiembre 12, 2003)

¹¹ Sobre esta discusión véase: Brynjofsson, Hitt (1998), Eriksson, Ådahl (2000) Gordon (2000), Klein (Abril 2000) y Stiroh (1999).

significativas del capital de infraestructura (por ejemplo el impacto del cableado de fibra óptica) sobre el resto del capital y estima que en el sector no agrícola de la economía norteamericana existen rendimientos crecientes a escala y hay evidencias de mejoras en la productividad total de los factores, (0,55% anual durante el período 1978-97).

Además, según Klein los rendimientos de economías de escala, medidos económicamente, son el reflejo de la sinergia que buscan los empresarios a través de las fusiones. Este fenómeno, que se ha intensificado en años recientes, contribuye al dinamismo económico junto a la expansión de los mercados, ligada a la globalización. Resumiendo, tanto los rendimientos de escala, del lado de la oferta, como la expansión de mercado por el lado de la demanda contribuyen al resultado final, que se traduce en un ambiente económico nuevo. Es decir, la economía actual difiere de la de posguerra en el sentido que la distribución de las actividades se concentran en servicios, basados en actividades intelectuales, más que en industria pesada y construcción, pero este cambio es más bien una evolución y no una revolución.¹²

Hay otros analistas¹³ que sostienen que esas mejoras en la productividad no son atribuibles a “una nueva economía”. Argumentan en cambio que el mayor nivel de productividad no resulta proporcional a la magnitud de la inversión, sino que sería el resultado de una sobre inversión, mayormente en el sector de informática y de telecomunicaciones. Es más, dada la fuerte caída de precios de este tipo de bienes el esfuerzo de inversión es comparativamente mayor. Es decir, la mayor productividad observada del trabajo sería básicamente el resultado del importante impulso de inversión realizado en Estados Unidos a lo largo de los noventa. Al respecto cabe subrayar que el crecimiento de la productividad global es el crecimiento que se logra para un nivel dado de stock de capital y de trabajo. La aceleración de la productividad así definido es, según Artus, relativamente débil, menor que la observada en el período 1983-87 cuando se inició el proceso de inversión en informática y de centralización de las empresas. Si la PGF no continua acelerándose aún más el aumento de la proporción de la inversión en el PIB cesará. Y si es más bien la intensificación de la acumulación de capital que explica el crecimiento de la productividad y el alza del PIB potencial, este tiende a reducirse. Es posible que la acumulación de capital haga crecer la productividad global y se logre una tasa de crecimiento potencial más alta pero aún no es posible sacar una conclusión al respecto. La aceleración de la PGF es de hecho bastante limitada durante el período 1995-99 y se concentra además en el sector de bienes durables¹⁴. Es decir, la aceleración del crecimiento durante esos años se explicaría más bien por el esfuerzo de acumulación de capital de inversión y no tanto por la celeridad de la productividad global de los factores. La posibilidad de seguir creciendo a tasas elevadas dependería por lo tanto de que se mantengan las pujantes tasas de inversión. Dadas las bajas tasas de ahorro privado en los Estados Unidos, esta evolución se ha traducido en una dependencia creciente de flujos externos de capital.

Esta idea es compartida por Greenspan al afirmar que el sostenido crecimiento de la inversión en los Estados Unidos no ha estado acompañado por una aceleración de la productividad del trabajo; al contrario esta ha bajado, de 3% anual en la década de los 60 a solo 1% en los 90, aún cuando hay diferencias según sectores. Señala, además, que no se observa ninguna alza en la tendencia del cambio del progreso técnico recientemente, sino que los aumentos en la productividad global que se observan durante esta década, al pasar de un promedio de 1% entre 1989-95 a 2,3% entre 1996-98, son transitorios y producto de un esfuerzo excepcional de inversión. En este mismo sentido afirma que, no obstante el aumento del producto por horas trabajadas en el

¹² Ver: Ver: L. Klein, Y. Kumsaka: *IT Revolution and Increasing Returns to Scale in the US Economy*, y L. Klein: *Is there a New Economy?* Link meeting, April 2000

¹³ Ver: A.Brender, F. Pisani, (1999).

¹⁴ Gordon (2000) indica que la aceleración de la productividad global de los factores, corregida por el ciclo, fue de 0.8% por año al comparar con la tendencia observada entre 1995-1999 con el período 1972-1995. Es más si se excluye el sector de bienes durables esta se reduce a 0.2%, una aceleración bastante limitada.

sector no agrícola, que se registra en los últimos años, cabe recordar que aumentos similares en el pasado no han progresado de manera significativa. Es decir no es posible deducir si se trata de una aceleración de la tendencia de la productividad.¹⁵

Finalmente, se observa por otro lado que la rentabilidad, medida como el peso relativo de las ganancias netas en el producto neto, está en el mismo nivel que había alcanzado al finalizar la recesión anterior, lo cual puede considerarse como muy decepcionante dado el importante esfuerzo de inversión e innovación que se ha realizado a lo largo de la década de los noventa. Como señala Artus, esta situación se explicaría por la corta duración de los equipos nuevos que se traduce en mayores amortizaciones y por el aumento del endeudamiento que ha elevado los pagos de interés pese a la reducción de las tasas. A ello se agregan las tensiones que han surgido en el mercado laboral de mano de obra calificada. Y aun cuando se han registrado mejoras de productividad recientemente, el costo real progresa al 4% por año lo cual sugiere que la mejoría en la rentabilidad podría ser transitoria.¹⁶

La pregunta clave para evaluar el significado de la “nueva economía” es determinar si los aumentos de la productividad son de carácter global, o sea se generalizan, y no se limitan sólo a los sectores de la informática. Se puede avanzar dos tesis que explicarían el mayor crecimiento de la productividad: por un lado, su duración en el tiempo indicaría que estas mejoras no serían de carácter cíclico sino parte del desarrollo de una nueva economía o un cambio tecnológico mayor con lo cual el efecto innovador continuaría impulsando la inversión. Por otro lado se ha argumentado que la mayor productividad es producto más bien de una mayor dotación de capital, que continúa teniendo un efecto rezagado sobre la productividad. A esto se agrega, a partir de la recesión, la fuerte presión por parte de las empresas por conservar su rentabilidad. Así, incluso durante la recesión, las empresas toman una serie de medidas para reducir su costos y mejorar la eficiencia al tiempo que las empresas con menor productividad tienden a desaparecer, todo lo cual se refleja en una mayor productividad del trabajo.

Asimismo, Greenspan admite que en el ambiente de demanda débil el foco central para los empresarios ha sido la reducción de costos como una forma de mantener las ganancias; esta no sólo se ha traducido en una reorganización y reasignación más eficiente de la producción sino igualmente en usos más intensivos de la mano de obra. No obstante un efecto positivo sobre la productividad, que pueda tener tal intensificación, este es de carácter temporal. Pero aun cuando el resultado de las primeras medidas fuese más duradero, la reducción de costos sin incorporación de tecnología nueva a través de inversiones tiene un claro límite.¹⁷

En este momento es difícil evaluar si este comportamiento de la economía implica que el incremento estructural de la productividad está nuevamente en descenso o si es más bien el reflejo de la debilidad del crecimiento económico, debiendo producirse futuras mejoras de productividad una vez que se haya superado el ajuste de la inversión y se retome el sendero de una franca expansión. Con todo, no cabe duda que hay áreas de innovación o de funcionamiento nuevo durante la década de los noventa que pueden constituir una “nueva economía” como ser nuevos bienes y servicios electrónicos, Internet, la reorganización de empresas, la renovación del capital productivo y la adaptación de los nuevos circuitos financieros, todo lo cual ha contribuido a un vigor económico generalizado. Este puede ser el resultado del progreso tecnológico como también de un entorno económico favorable y de un manejo de políticas adecuado.

Resumiendo, el aumento de la productividad, medido como producción por horas trabajadas, en el período 2001-03 puede ser el resultado de una reacción defensiva de parte de las empresas más que un efecto permanente de una nueva economía. Más aún, no cabe duda de que hubo exceso

¹⁵ Ver: A. Greenspan: Information, Productivity and Capital Investment, statement, Oct. 1999,

¹⁶ Ver: P. Artus, op. cit.

¹⁷ Ver: Alan Greenspan, (October 23, 2002).

de inversión como lo demuestra la caída impresionante de la tasa de utilización del capital desde 2000, que supera incluso la caída observada en la producción desde 1998.¹⁸ Pareciera, sin embargo, que cierta parte de este aumento puede atribuirse a las innovaciones tecnológicas con lo cual una fracción del aumento de la productividad sería sostenible en el tiempo.

c. La exuberancia irracional de las bolsas

Otra característica de este período de expansión es el crecimiento de los mercados bursátiles que jugaron un rol preponderante, directa e indirectamente, en el financiamiento de las inversiones; crecieron con un vigor nunca antes registrado, sobre todo durante la segunda mitad de los noventa. Empero, esta evolución no fue homogénea, creciendo las acciones de los grandes valores industriales y los valores tecnológicos muy por encima de las demás, como se observa en el gráfico n° 2. Así, el mayor dinamismo correspondió a las acciones de las empresas de alta tecnología, que se reflejan sobre todo en el NASDAQ. Este índice se expandió al ritmo anual promedio de 33% entre 1995 y el primer trimestre del 2000, cuando alcanzó su máximo histórico. Esos años el S&P 500 y el índice Wilshire 5000¹⁹ registraron tasas de crecimiento, de 24% y 23% respectivamente, en promedio anual. Aún cuando la mayoría de las bolsas cayeron notoriamente a partir del segundo semestre del 2000, NASDAQ acumuló una caída del 70% durante 2001 y 2002. Por su parte los índices S&P 500 y Wilshire, disminuyeron ambos un 33% esos mismos años; actualmente se encuentran, igual que el NASDAQ, en niveles similares a los que registraban a principios del 1998.

Cabe señalar que varios analistas venían, desde fines de los noventa, expresando sus preocupaciones por la sobre-valorización de las bolsas y por el peligro de un ajuste mayor durante el 2000.²⁰ Una manera usual de medir el comportamiento de las bolsas es a través de evolución del “price-earnings ratio”, PER o sea la relación precio-utilidad, RPU.²¹ Los RPU para el conjunto de las empresas cotizadas en la bolsa pasaron de una relación inferior al 15 a fines de los ochenta a un ratio de 20 entre 1992-94, pero cayeron al elevarse la tasa de interés de largo plazo. Así en 1995 se situaron en torno a 15, elevándose posteriormente a 30 en torno a lo cual se mantuvieron entre 1999 y 2000, y después de una caída menor se situaron en 25 en el 2002. Las relaciones precio/utilidades eran aún más altas en el caso de las sociedades del Internet, impulsadas por el aumento de las cotizaciones reflejado en los índices S&P y NASDAQ; el RPU asociado a este último registró un máximo de 54 en el 2000, para disminuir a 37 en el 2002.²² El RPU del S&P 500, como se observa en el gráfico 2 se sitúa claramente por encima del promedio registrado antes de las alzas registradas a partir de 1995 y supera incluso el promedio para todo el período desde 1986. El desplome ocurrido desde principios del 2002 es el resultado de una caída mucho mayor de las utilidades que la que registraron los precios lo cual elevó fuertemente el RPU en el 2001. Una cierta recuperación posterior de las utilidades no obstante menores precios explican el nivel comparativamente alto que registró este ratio en 2002.

Como señala el Financial Times, a principios de junio 2002 la relación precios/utilidades (RPU) de las acciones prácticamente duplicaban todavía su promedio histórico y el mercado parecía generosamente evaluado en relación con su valor durante los últimos 100 años, siempre que

¹⁸ Ver: Patrick Artus(2002, pag. 84). Según datos de la Reserva Federal la utilización de la capacidad instalada de la industria en su conjunto se encuentra en un nivel inferior al mínimo registrado durante la recesión del 1990/91, en el caso de la industria computacional esta brecha es muy superior al promedio, www.fed.gov

¹⁹ Según la definición de Bloomberg este índice mide el valor de las acciones de más de 5000 empresas localizadas en los Estados Unidos. Muchos lo consideran más indicativo que los otros índices por su amplitud de cobertura y es el índice predilecto del Sr. Greenspan.

²⁰ Según IRES y FMI se estimaba que la sobre valorización en 1999 era en torno al 20%, ver G. Ryd (2001).

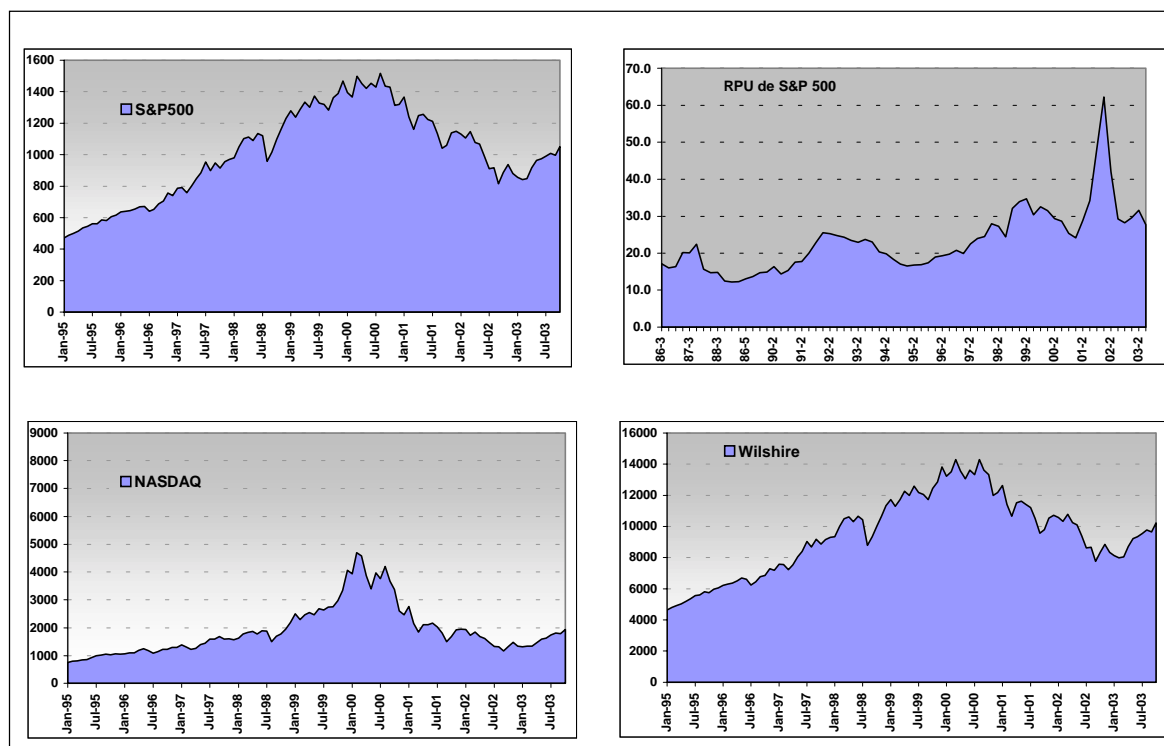
²¹ Esta es la relación entre el precio de una acción y las utilidades del año más reciente por acción o sea en el caso de una empresa es la relación entre la capitalización bursátil y las utilidades observadas en el año. Cambia sólo al disociarse el precio de las utilidades y en realidad no hay valores altos y bajos sino más bien normal o anormales.

²² P. Artus (2002)

se excluya la cima reciente y la del 1929.²³ Según datos más recientes, disponibles para Dow Jones y S&P 500, la relación precio/utilidades se mantiene en niveles no muy distintos a los que se registraron a fines de los noventa; es decir la sobre valorización aún persiste y aún cuando los Estados Unidos han iniciado su ajuste post-auge este progresa modestamente. Según datos de la OECD para el índice Wilshire 5000, la RPU en agosto del 2003 superaba levemente el promedio del período 1990-2003 y era un 25% superior al comparar con la primera mitad de los años noventa. Al analizar ciertos sectores esta relación es aún mayor: en el sector Telecomunicaciones la RPU superaba en más de 50% su valor promedio de 1990-94 y en el caso del sector de los seguros en más de 40%.²⁴

Gráfico 2
ESTADOS UNIDOS: EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS, 1995 A 2003

(relación precio/utilidades para S&P 500, por trimestres 1985-03:1)



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, otra estimación indica que las acciones del S&P 500 se transaban entre 1955 y 1995 por un valor promedio que era equivalente a 15 veces las ganancias operativas pero posteriormente esa relación subió bien por encima de ese promedio; la experiencia indica que en mercados a la baja o sea en un “bear market” esta relación tiende a caer por debajo de ese valor promedio, tal como ocurrió durante la recesión del 1982 cuando se redujo a 8.²⁵

Esta “nueva economía” ha jugado su rol en esa sobre-valorización de las bolsas. Esto por las expectativas de mayor rendimiento que normalmente surgen con la aparición de nuevos bienes y que, a su vez, conducen a alzas en los precios de títulos asociados a estos bienes. La expansión de los valores bursátiles, impulsada por las expectativas de ganancias, guarda relación con las mejoras

²³ Véase: FT, (12, June, 2002)

²⁴ OECD (2003)

²⁵ The Economist, (Septiembre 28, 2002)

en la productividad y las caídas de precios, sobre todo de los bienes asociados a la informática, con la siguiente desaceleración de la tasa de inflación, que a su vez se tradujo en menores tasas de interés. Análogamente el enorme esfuerzo de inversión tuvo como contrapartida un aumento desmesurado del endeudamiento de las empresas, que se vio facilitado por el incremento del valor de sus acciones.

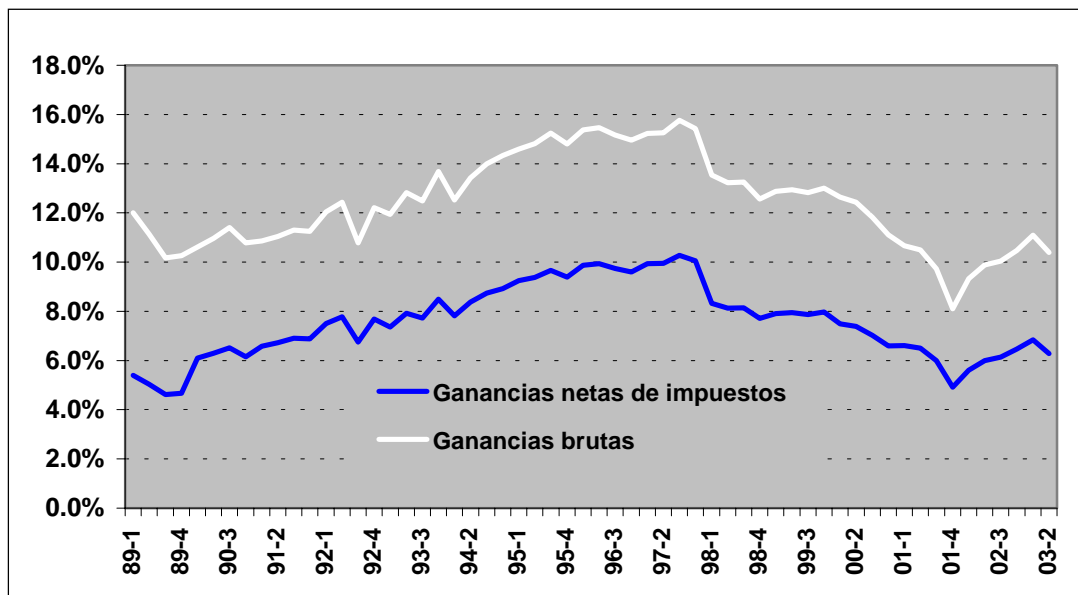
Parte de esta “exuberancia” bursátil también es el resultado de una política intensiva de recompras de acciones, que de igual forma se financiaron con un endeudamiento creciente. Es decir, se infló artificialmente el rendimiento de los fondos propios de las empresas y como consecuencia el rendimiento por acción a costa de incrementar el riesgo asociado al endeudamiento.²⁶ Además, muchas fueron las empresas que recurrieron a maniobras fraudulentas con la finalidad de mejorar sus balances ante la necesidad de elevar el valor de sus acciones y mantener las expectativas de ganancias. Estas empresas fueron acusadas de una serie de graves delitos. Esta crisis se extendió también al sector financiero, en particular a importantes firmas auditoras y a algunos bancos que sufrieron fuertes crisis de credibilidad. Estos hechos menguaron la confianza en la economía en su conjunto y explican en parte las caídas generalizadas de las bolsas que se observan a partir del segundo trimestre del 2000.²⁷

Por otro lado cabe resaltar que las ganancias netas de impuestos también crecieron rápidamente, promediando 3% anual durante la primera mitad de la década. La tasa media de ganancias corporativas alcanzaron su nivel máximo en 1997. Entre 1996 y 2000, la tasa de crecimiento promedio anual de las ganancias es de sólo 0,5%. Es decir, las ganancias aumentaron a un ritmo superior a la productividad durante el primer lustro de los noventa, pero su dinamismo fue claramente inferior al de la productividad durante la segunda mitad de la década. Las ganancias no distribuidas, que se acumularon hasta fines de 1997, cayeron bruscamente a desde 1998 y a partir del 2000 han sido negativas; de esta manera ha sido posible sostener el crecimiento de los dividendos a lo largo de todos estos años. Esta evolución se refleja, a su vez, en la caída que se observa de las ganancias con relación al PIB partir de 1997; estas actualmente representan una proporción similar a la que se registró a principios de la década de los noventa (Véase gráficos 3 y 6).

²⁶ Véase: IRES, (1999).

²⁷ Para más detalles véase CEPAL: *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, 2002, capítulo I.

Gráfico 3
EVOLUCIÓN DE LAS GANANCIAS CORPORATIVAS
 (porcentaje del producto neto)



Fuente: BEA.

En definitiva, no obstante las caídas registradas a partir del 2002 la relación precio/utilidades de la bolsa norteamericana estaría claramente sobre-valorada, ya que no se ha observado un peso relativo mayor de las ganancias en el valor agregado; al contrario después de haber aumentado en la primera mitad de los noventa el peso relativo de las ganancias en el valor agregado disminuye a partir de 1997, periodo para el cual se presume un sobre-valorización de la bolsa. Es decir no hay razones para pensar que ha habido un alza tendencial del peso de las ganancias en la producción.²⁸

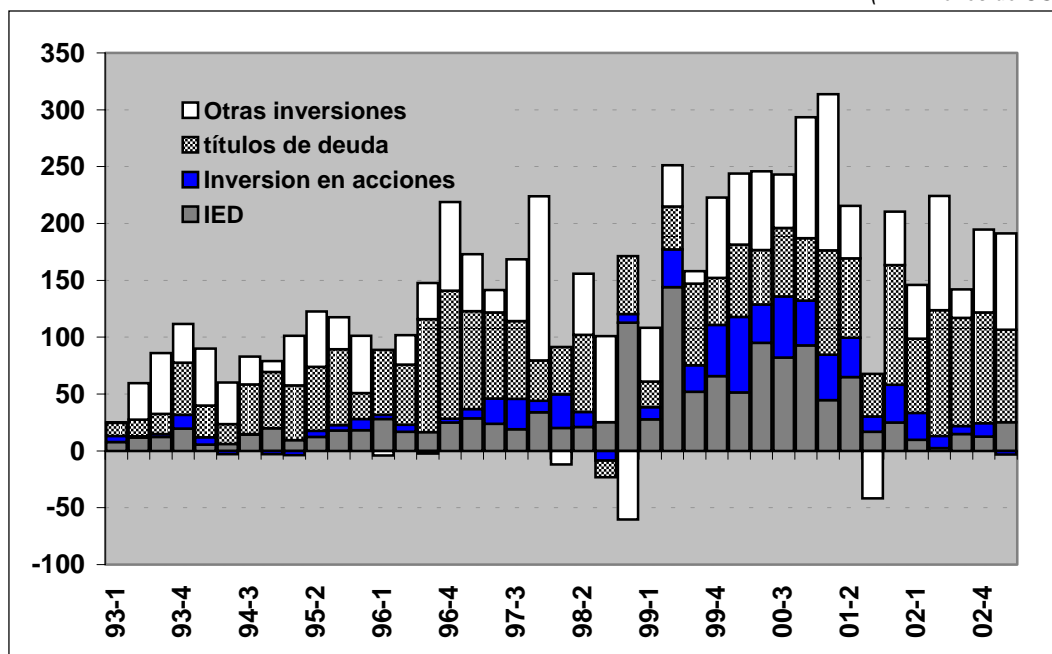
Este desarrollo estuvo, al mismo tiempo, acompañado por un notorio incremento de los flujos privados de capital extranjero, incluyendo la inversión extranjera directa, que se intensificaron en la segunda mitad de la década no obstante cierta contracción sufrida a raíz de la crisis asiática. Así, se observa que tales flujos, que a principios de la década se situaban en torno a los 100 mil millones dólares, casi se habían multiplicado por 10 en el 2000 cuando llegaron a su nivel máximo, acumulándose así flujos por casi un billón de dólares durante ese año, aunque se reducen posteriormente. Y como ya hemos señalado estos flujos son esenciales a este modelo de crecimiento.²⁹

La IED sigue una trayectoria similar, pasando de casi 50 mil millones en 1990 a más de 320 mil millones de dólares en el 2000 con lo cual Estados Unidos se convirtió en el principal receptor de tales inversiones a escala mundial; este dinamismo se relaciona mayormente con inversiones europeas que en ese año representaron el 80% del total de la IED en los Estados Unidos. La inversión extranjera directa se concentró en el sector manufacturero, que absorbió poco más del 40% del total invertido entre 1997 y 2000, principalmente en la industria química, electrónica y transporte. Tres otros sectores representaron en conjunto algo más de un tercio del total invertido esos años: el comercio mayorista, medios de información y finanzas incluyendo seguros.

²⁸ Ver: P. Artus, op.cit.

²⁹ Estos datos se refieren a flujos privados netos publicados por BEA, septiembre 2003.

Gráfico 4
EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LOS FLUJOS DE CAPITAL HACIA LOS ESTADOS UNIDOS,
1993 AL PRIMER SEMESTRE DE 2003
 (En millones de US\$)



Fuente: BEA.

La recesión y la pérdida de confianza generalizada, asociada a los escándalos financieros del sector corporativo, no sólo se vieron reflejados en la caída de las bolsas sino también en la inversión extranjera directa. Se observa a partir de 2001 una fuerte caída en el ingreso de capitales. La IED prácticamente desaparece: pasó de 314 mil millones de dólares en el 2000 a sólo 30 mil millones en 2002. Se observa un repunte, sin embargo, de las entradas de capital a partir del 2002. Estas acumulan un monto de 43 mil millones durante el primer trimestre del 2003, aún cuando una parte considerable es de carácter puntual³⁰.

Por otro lado cabe destacar que las compras de los títulos públicos, que redujeron su importancia relativa durante la segunda mitad de los noventa nuevamente ha aumentado después de la recesión. Junto con las otras inversiones compensan en buena medida la merma de los flujos de inversión extranjera directa. La importancia de estas compras se relaciona con la acumulación de reservas en dólares, que son importantes sobre todo en el caso de los países asiáticos, en particular el Japón y China como veremos más adelante, y explican en buena medida la relativa estabilidad del dólar frente las divisas de esos países.

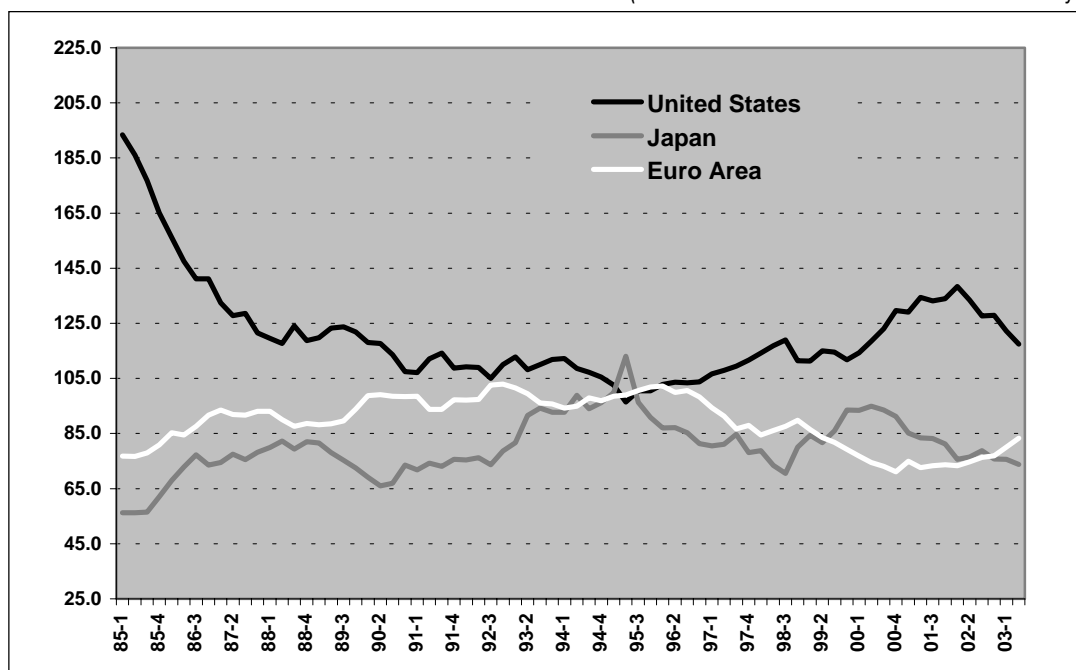
d. La fortaleza del dólar

Otro factor que impone una característica particular a este ciclo económico es el hecho que no se observa, como en décadas anteriores, una sincronización entre los principales países desarrollados en cuanto al inicio de la recuperación. Así, la aceleración del crecimiento de los Estados Unidos, que se inicia a fines del 1991, coincide con una desaceleración y posterior

³⁰ Cabe destacar que el grueso de estos flujos corresponde a la compra del banco Household International Inc. por parte del HSBC Holdings Blc por el monto de 15511,14 millones de dólares el 31 de marzo de 2003.

recesión en los países europeos en 1993. El Japón sufre paralelamente de una notable desaceleración de su crecimiento. Esta situación significa a su vez un freno a la caída del dólar, que se venía observando desde mediados de la década de los ochenta. Esta tendencia se revierte, sin embargo, a partir del segundo semestre del 1995 cuando el dólar comienza a apreciarse en términos reales frente a las monedas europeas y al yen japonés; una trayectoria que sólo se interrumpe en el segundo semestre del 2002. De hecho el dólar aumentó en términos reales un 42% entre 1995 y el primer trimestre del 2002 cuando alcanzó su máximo valor mientras que el yen cayó 32% ese mismo período. La tendencia del euro fue similar pero alcanzó su mínimo a fines del 2000, acumulándose una caída del 25%. Posteriormente el yen ha continuado con una tendencia a la baja y a fines del tercer trimestre del 2003 acumulaba una caída adicional del 18% mientras que el euro, al contrario, se ha fortalecido, recuperándose a mediados del 2003 casi 15% de su valor. El dólar, a su vez, se ha debilitado y entre su valor máximo a principios del 2002 y fines del tercer trimestre del 2003 ha perdido 16% de su valor. (Véase gráfico 5)

Gráfico 5
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIOS REALES, 1992 =100
(basado en costos relativos unitarios del trabajo)



Fuente: IMF, International Financial Statistics data base.

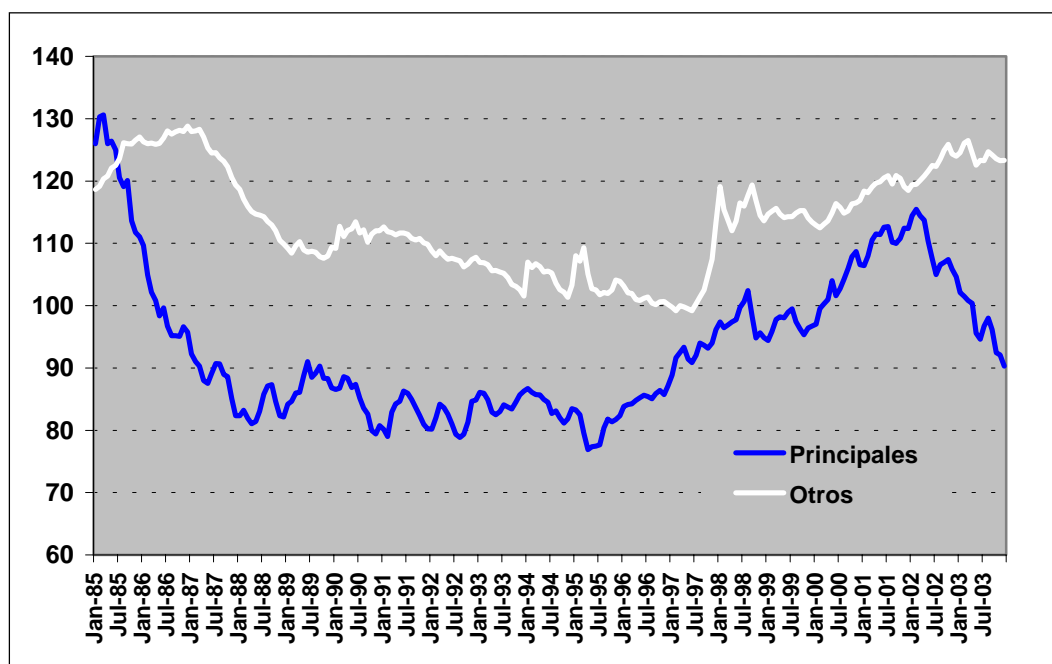
Entre los factores, que han sostenido el dólar, están los importantes flujos de capitales, y en particular los consignados a la inversión directa, originarios principalmente de Europa e impulsados por las expectativas de ganancias; estos no sólo se destinaron a los sectores de alta tecnología sino también a la adquisición de activos vinculados a la “vieja economía” y a la infraestructura. No obstante las caídas generalizadas de las ganancias del sector corporativo a partir de 1998, de las bolsas y de la producción industrial en el 2000, además del debilitamiento general de la economía norteamericana a partir del segundo semestre del 2000 estos flujos continuaron creciendo hasta 2001 y sólo en 2002 cayeron a niveles similares a los que prevalecían antes del auge.

Cabe agregar que la apreciación del dólar entre 1995 y 2002 tiene aparentemente causas que van más allá de diferencias entre las tasas de interés y de crecimiento con respecto a los países

Europeos o al Japón. Entre ellas están las crisis financieras y las salidas de capitales desde países emergentes en Asia y América Latina junto con Rusia, que reforzaron la idea del dólar como moneda de refugio; varios países, además, han fijado su moneda con relación al dólar en valores artificialmente bajos y luego han intervenido para mantener sus divisas depreciadas en relación con el dólar. Finalmente, una explicación más puntual de algunos de esos flujos podría estar relacionada con cierta transformación en dólares de saldos constituidos en monedas nacionales europeas (especialmente marcos) cuando estos dejaron de tener valor legal; es decir, algunos de los propietarios de esos saldos habrían preferido no canjearlos por euros para no dar explicaciones del origen de los fondos a las autoridades europeas.

Producto de esta evolución como observamos el dólar, medido en términos reales y efectivo, se situó un 42% por encima de su valor en 1995 cuando alcanzó su valor máximo a principios del 2002; es decir en términos reales está casi en el nivel alcanzado a principios de 1986. Posteriormente registra una caída de casi 16%. Con todo, si por otro lado se observa la evolución que ha tenido el dólar frente a distintas divisas, como los que se reflejan en los índices de tipo de cambio real publicados por la Reserva Federal se observan tendencias disímiles. Ella calcula dos series, una compuesta por los principales socios comerciales, Australia, Canadá, Zona Euro, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza y otra que abarca los demás socios de importancia, principalmente países en desarrollo como los de Asia y de América Latina. Así, mientras que el dólar se apreció casi 50% entre mediados 1995 y principios del 2002 frente al grupo de principales socios se ha depreciado un 22% posteriormente en relación a las divisas de estos países, situándose en un nivel similar al que había registrado a principios de los noventa. En el caso del otro grupo se observa también una apreciación, pero esta parte sólo después de la crisis asiática y que se prolonga hasta ahora, acumulándose una reevaluación real del dólar del 23% frente a esas divisas. Es decir, el dólar estaría sobrevaluado sobre todo frente al segundo grupo de países, que incluye importantes socios comerciales como China, Corea y otros de los países emergentes asiáticos, y en menor grado frente a sus principales socios comerciales, los países europeos y el Japón.

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE CAMBIO REAL DEL DÓLAR, 1985-03



Fuente: Reserva Federal.

Varios analistas han subrayado los riesgos asociados a la sobrevaluación, aún cuando no hay consenso en cuanto al nivel óptimo de su valor; así mientras algunos sostienen que un nivel aceptable sería el valor alcanzado en 1995, año en que inició su trayectoria ascendente, otros opinan que la depreciación necesaria para reducir el desequilibrio de la cuenta corriente a montos sostenibles sería aún mayor.³¹ Un grupo de expertos calcula que la tasa de cambio de equilibrio se sitúa en el rango de 1.19 a 1.45 US\$ por Euro para lograr un déficit de 1 a 2% del PIB con un Yen a 100 por dólar. Además, estima la tasa de cambio necesaria para reducir el déficit a 3% del PIB; en esta situación si todas las divisas de los principales socios comerciales de los Estados Unidos se ajustasen el euro equivaldría a 1,17 dólares, es decir un valor más cercano a la tasa que se esperaba al crearse el euro. En caso que las demás divisas no se ajusten sino todo el ajuste caería sobre la Zona Euro se necesitaría una tasa de 2 dólares por euro. De esta manera concluye que un ajuste sólo del euro es imposible. Se requeriría además aumentar el ahorro interno en los EE.UU. como una manera de aliviar el ajuste en los países europeos. Esto tendría un costo para todos los demás países, que dependerá de cuantos participen en la realineación de las diferentes divisas. Hasta hora la depreciación del dólar ha variado en función de países y el costo de futuro ajuste varía entre países y también entre sectores productivos.³²

Finalmente, como se observa en el gráfico 5, mientras que tanto el euro como el yen se depreciaron de manera similar durante la segunda mitad de los noventa, recientemente el euro se ha apreciado en contraste con el yen que continua su trayectoria descendente en concordancia con la política intervencionista por parte de las autoridades japonesas. De hecho el Japón ha comprado US\$ 80 mil millones durante 2003 para impedir o atenuar la subida del yen e impulsar el crecimiento de su economía; esto equivale a 12% de los bonos del Tesoro emitidos ese año.

³¹ Ver: Robert A. Blecker, (Mayo 2003) y The Economist (September 20, 2003).

³² Ver: CEPII, (julio/agosto 2003)

La sobrevaluación del dólar se refleja en un déficit en cuenta corriente elevado y persistente, que tiene como contrapartida la acumulación de superávit en el resto del mundo. Hasta ahora es por la compra de bonos de parte de los bancos centrales que se ha logrado evitar una caída más drástica del dólar. Así las reservas globales de dólares llegaron a 1751.4 mil millones a fines del 2002, principalmente concentrados en los países asiáticos: China, Hong-Kong y Taiwán reunene 943,8 mil millones, Japón 451,5 y la Zona Euro otros 215,8 mil millones.³³ El hecho que el dólar ha tendido a recuperarse, (entre 2000 y 2002) no significa que esta tendencia se mantendrá si se juzga por la historia, ya que la última depreciación del dólar, (en la segunda mitad de los ochenta) fue precedida por tres períodos de alzas en el rango del 8-10% antes de caer un 50%.³⁴ Cabe agregar que se presume actualmente que el déficit de los EE.UU. podría acercarse a 7% del PIB en el 2004, o sea un nivel que se estima insostenible. Para lograr reducir el déficit norteamericano el dólar tiene que caer aún más y/o la economía crecer menos.

e. Los instrumentos de política

El principal instrumento de política durante la década de los noventa ha sido el manejo de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal y más recientemente la política fiscal, que surge del debate en torno a un mal funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria en combinación con la acumulación de considerables superávit fiscal, como fue el caso entre 1998 y 2001. Durante mucho tiempo la política norteamericana había prácticamente ignorado la capacidad reactivadora de la política fiscal. Es más, la idea de que políticas Keynesianas de intervención estatal tendrían un efecto más bien desestabilizador sobre la economía se ha difundido de manera bastante generalizada desde la década de los 70. Al respecto cabe señalar que la experiencia reciente de la economía norteamericana demuestra que el sector privado y el mercado han sido bastante capaces de desestabilizar la economía con escasa ayuda gubernamental.

A principios de la década de los noventa y frente a las evidencias de una recesión el FED fue reduciendo paulatinamente la tasa de interés referencial que pasó de 8% en 1990 a 3% a fines de 1993. Posteriormente y en la medida que el crecimiento comienza a acelerarse, la tasa es nuevamente elevada, llegando a 6% a mediados de 1995 aun cuando la inflación, que se había reducido a partir de la recesión, prácticamente se estabilizó en torno al 2%. El crecimiento del PIB paralelamente se desaceleró, producto de la crisis que afectó a México en 1994 y de las alzas previas en las tasas de interés de largo plazo. A principios de 1996, una vez superada esa crisis, la Reserva Federal decidió cortar una vez más la tasa de referencia en medio punto en vista de la estabilidad de precios no obstante un ritmo de crecimiento cercano al potencial.

Durante 1998 volvió a reducir la tasa en tres ocasiones a pesar de que habían aparecido temores de un calentamiento excesivo de la economía, asociado al bajo nivel de desempleo y alto crecimiento económico, que hicieron resurgir el peligro de presiones alcistas de precios. Es decir, se esperaba más bien una política restrictiva para garantizar un aterrizaje suave de la economía. Esta política obedecía, sin embargo, al contexto recesivo internacional y a la inestabilidad de los mercados internacionales; constituía por lo tanto un reconocimiento del peligro de una recesión mundial. A mediados de 1999, se revierte esta política y se recurre una vez más a una política monetaria más restrictiva, que obedece tanto a una mayor presión de precios como al crecimiento de las bolsas y un contexto mundial más favorable. En el transcurso de un año se elevó la tasa en cinco ocasiones, acumulando un alza de 1,25%, en un esfuerzo por frenar un dinamismo que era insostenible pero evitando asimismo un aterrizaje brusco.

³³ Ver: Antony P. Mueller, (02/01/03, 20/10/2003)

³⁴ Ver: The Economist (30/08/03).

Esta política sólo se invierte cuando los signos de una franca desaceleración económica son evidentes. Más aún, frente a temores de que el freno hubiese sido demasiado brusco se adelanta la decisión de la Reserva Federal con un corte de medio punto los primeros días del 2001. Así se inicia un período de sucesivas reducciones de la tasa de interés que la lleva a su nivel más bajo en más de cuarenta años, aunque sin lograr recuperar el dinamismo económico previo. Además, si se compara con la recesión a principios de los noventa cuando se requirió una reducción de sólo 2 puntos porcentuales antes que el crecimiento comenzase a repuntar, esta vez fue necesario un corte de más de cuatro puntos. Es un claro contraste con la recesión anterior que habiendo sido más pronunciada tuvo un repunte más rápido.

La recesión en el 2001 y la debilidad de la coyuntura posterior considerando a la envergadura del estímulo monetario preocupan a varios analistas, que han destacado las limitaciones de la política monetaria frente a esa desaceleración económica y el escaso margen para reducciones adicionales de la tasa de interés. Según ellos la política monetaria opera de manera asimétrica en el sentido que es eficaz para frenar un dinamismo excesivo pero no lo es para acelerar el crecimiento, aún cuando es probable que haya tenido un efecto estabilizador sobre los mercados bursátiles. El dilema, como lo señala Klein, es que *“Se puede llevar el caballo al agua pero no obligarlo a beber. O sea la política monetaria tira el cordel cuando la economía es fuerte. Eso funciona. Pero cuando la economía esta débil y se reducen las tasas de interés es como si se empujase al cordel. No funciona tan bien”*.³⁵

Se ha también levantado dudas con respecto al funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Como señala un grupo de analistas, los efectos de la política monetaria se transmiten principalmente por seis vías: el canal de las monedas, el canal de la demanda agregada, el de las expectativas, el canal de las tasas de interés, el canal de los precios de los activos o sea el efecto riqueza y el canal del crédito (a hogares y empresas). La importancia de cada uno de ellos y la rapidez de respuesta frente a la política monetaria depende de las características de la economía y de su sistema financiero y así como de factores de credibilidad y reputación. En el caso de la economía norteamericana los impulsos de la política monetaria transitan esencialmente por el canal del crédito, por los efectos riqueza y por el costo del uso del capital. Algunos de estos mecanismos han funcionado correctamente, mientras otros no lo han hecho, como ha sido el caso de la demanda agregada, del dinero, de los precios de las acciones, el crédito de las empresas y de las expectativas. Esto se explica principalmente por una aversión al riesgo, sobre todo por parte de los bancos, más precisamente en su política de crédito a las empresas, que han traspasado los riesgos a otros agentes como los seguros y aseguradores que no han reaccionado a la política monetaria. Tampoco hay consenso sobre el rol de la política monetaria con respecto a la evolución de los valores bursátiles.³⁶

El mayor impacto de las tasas rectoras parece ser sobre la inversión inmobiliaria aún cuando el aporte de este sector al crecimiento es menor que lo observado en las salidas de recesiones anteriores. La ineficacia de la transmisión de la política monetaria se explicaría por el hecho que sólo esos canales y no todos han funcionado, hecho que su vez estaría asociada a la mayor aversión al riesgo. Este debilitamiento en el mecanismo de transmisión hace necesario acciones más decisivas y súbitas, lo que explicaría la alta frecuencia y magnitud inusual en cuanto a las alzas como las posteriores reducciones realizadas por la Reserva Federal a partir del 2000.

Se inicia también una política de mayor gasto fiscal, sobre todo en defensa y seguridad. Este se acelera notoriamente desde mediados del 2001 superando actualmente los 5 billones de dólares. Cabe señalar que pese al consenso en cuanto a la necesidad de aumentar el gasto fiscal, frente a la necesidad de financiar medidas de seguridad y la realización de intervenciones militares, persisten

³⁵ Ver: Klein in *Challenge*, Mayo-Junio de 2001. En esta entrevista, Klein estimaba que se necesitaría una inyección de unos US\$150 mil millones netos para reactivar la economía.

³⁶ L'OFCE (Octubre 2002).

discrepancias entre demócratas y republicanos sobre cuáles serían las medidas fiscales más eficientes para estimular el consumo y la inversión en general. Los primeros se oponen tradicionalmente a reducciones de impuestos asociados a las ganancias y el ahorro y abogan más por medidas que favorecen a los que menos ganan en el propósito de incrementar los ingresos de los sectores con la más alta propensión al consumo. Se inclinan, además, por medidas temporales a diferencia de los republicanos que respaldan propuestas de reducciones permanentes de impuestos igual que rebajas a los impuestos a las ganancias y al ahorro. La elección entre una política u otra no es neutral ya que los resultados en el corto, versus el largo plazo difieren.

III. La evolución económica reciente y la coyuntura actual

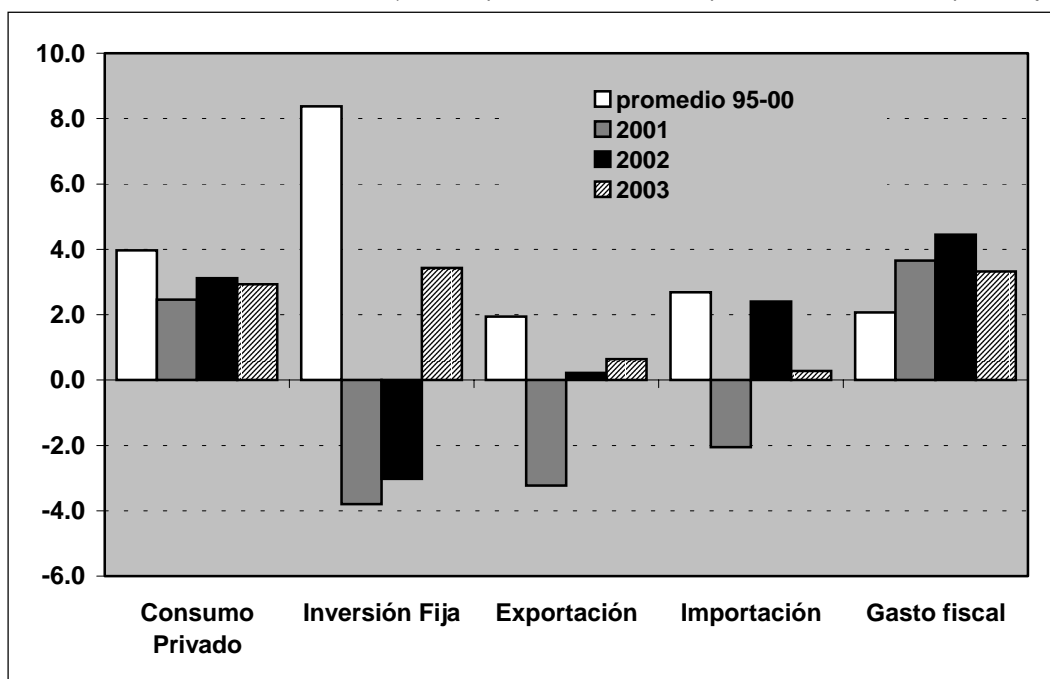
La acumulación de considerables superávits fiscales durante la segunda mitad de los noventa, que culminó en el 2000 con un superávit de 236 mil millones de dólares, fue un factor importante para crear consenso sobre la necesidad de aplicar políticas de estímulo fiscal dados el bajo margen de política monetarias y los signos recesivos. El gobierno logró, así, la aprobación en el 2000 de una reducción de impuestos por un monto de 1,35 billones de dólares en un período de diez años. Como resultado de esta política en combinación con un creciente gasto en defensa, tanto por medidas reforzadas de seguridad interna a partir del 11 de septiembre de 2001 como por mayor gasto militar en el exterior, los déficits fiscales, que a partir de 1992 fueron disminuyendo progresivamente para llegar a un superávit de 2,4% del PIB en 2001, reaparecieron nuevamente. Así, se estima que el déficit en 2003 llega a casi 5% del PIB, lo cual significa un gasto fiscal suplementario que suma casi 500 mil millones de dólares durante los últimos dos años. Sin embargo, los importantes estímulos monetarios y fiscales, en particular las devoluciones de impuestos, que se iniciaron a mediados del 2001, no parecen aún haber tenido todos los efectos esperados.

El crecimiento en 2001, aunque positivo, fue inferior a medio punto, como resultado de la caída de la inversión a lo largo del año no obstante el crecimiento del consumo, que incluso registró una importante aceleración el último trimestre. En todo caso se evitó una recesión más profunda. El crecimiento se aceleró sobre todo a partir

del 2002, y aunque la tasa de crecimiento fluctuó notoriamente de un trimestre a otro se logró un crecimiento de 2.4% para el año.

Estas fluctuaciones guardan relación con un impacto más bien temporal de medidas específicas de estímulo, como ser la contribución del gasto fiscal, sobre todo el último trimestre del 2001 y el primero del 2002, y las ventas de bienes durables, en particular autos, viviendas y bienes asociados a ellas, impulsadas por las bajas o nulas tasas de interés. La inversión, al contrario, ha venido restando dinamismo al crecimiento desde el último trimestre del 2000 no obstante la contribución positiva de la inversión residencial, impulsada esta por los importantes estímulos monetarios y fiscales, en particular las devoluciones de impuestos que se iniciaron a mediados del 2001. Sólo el último trimestre del 2002 se logra una contribución positiva de la inversión fija por el dinamismo combinado de los sectores de vivienda y de equipo y software. El empleo había llegado a lo que muchos consideran el pleno empleo a fines del 2000 con la tasa de desempleo más baja de los últimos treinta años, 4%, pero a partir del 2001 empieza a aumentar progresivamente para llegar a 6% a fines del 2002; alcanzó un máximo de 6,4% en junio del 2003 pero se ha reducido en los meses posteriores y se sitúa a fines del tercer trimestre en 6%.³⁷

Gráfico 7
TASAS DE VARIACIÓN POR SECTORES DEL GASTO, 1995-2003
(tasas de promedio anual con respecto al año anterior, en porcentajes)



Fuente: BEA.

³⁷ Hay dudas sobre cual es la tasa real de desempleo. Existen discrepancias entre las dos encuestas que se realizan para medir la evolución del empleo, la encuesta a los hogares "Current Population Survey" que realiza el Bureau of Labour Statistics (BLS) junto con el Bureau of Census y la encuestas a las empresas "Current Employment Statistics" conocido como "payroll survey" bajo la responsabilidad de BLS. Hay una diferencia de 2,2 millones de empleos perdidos entre marzo 2001 y septiembre 2003 entre estas encuestas, o sea 1,6% del empleo de noviembre 2003 según los datos de la encuesta a los hogares; el mayor número corresponde al "payroll survey". Además, contrariamente a lo que estima esta última encuesta, la primera señala que el empleo habría mejorado levemente desde la recesión. Según la Reserva Federal la verdad debe estar entre las dos cifras y una mayor confianza debería otorgarse a los datos del "payroll survey". Ver: Reserva Federal, discurso del Gobernador B.S. Bernanke, 6 de noviembre de 2003.

a. En el 2003 se inicia un repunte...

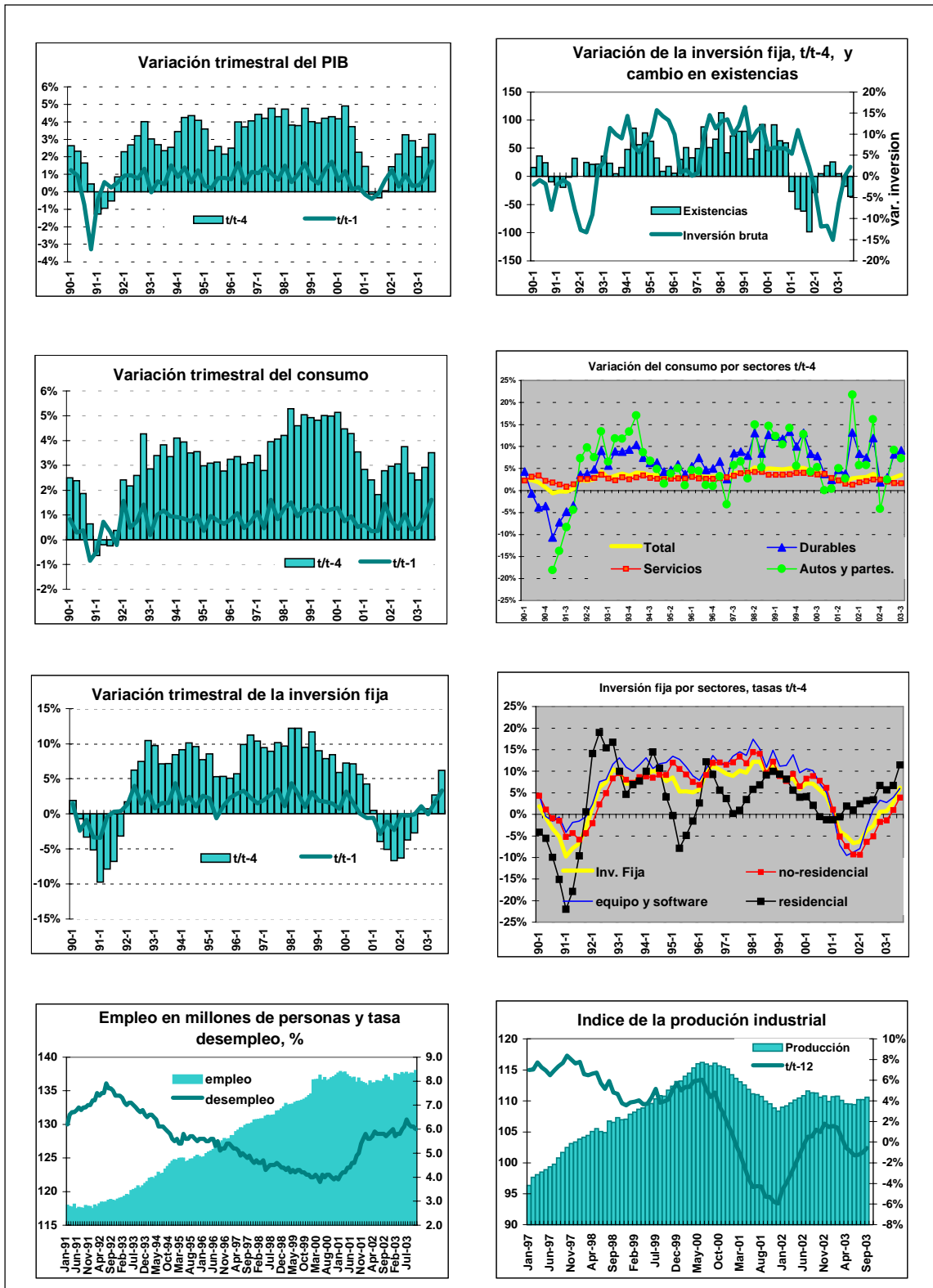
El PIB registró una tasa de crecimiento de 2.2% en 2002 no obstante una clara desaceleración en el ritmo del último trimestre. Se mantuvo un menor ritmo durante el primer trimestre del 2003 (2,0% crecimiento anualizado con respecto al trimestre precedente) pero ha ido acelerándose marcadamente a lo largo del año. Así, al medirse sobre la base de tasas anualizadas con respecto al trimestre previo, se registraron tasas de expansión de 3.1% el segundo y 8,2% el tercer trimestre; con todo el crecimiento del año en curso superará levemente la expansión prevista por la mayoría de los analistas y refuerza las expectativas de una franca recuperación el año próximo. El crecimiento del PIB el primer trimestre del 2003 con respecto al mismo trimestre del 2002 fue de 2,1%, en el segundo fue de 2,4% y se estima que alcanzó una tasa 3,6% el tercer trimestre, evolución que compara muy favorablemente con las tasas registradas el año anterior.

La mayor contribución al crecimiento del PIB proviene del consumo privado, como se observa en los gráficos 7 y 8, aún cuando su expansión se ha reducido levemente con respecto al período 1995-00. El grueso de este dinamismo se explica por la expansión del consumo durable y los servicios. Entre los primeros sobresalen las compras de muebles y equipamiento para el hogar junto con automóviles. Estos rubros crecen como resultado del menor costo del crédito automotor y la alta demanda por casas nuevas, alentadas por las bajas tasas de interés y por la búsqueda de fuentes alternativas de inversión frente al menor atractivo de las bolsas. La inversión privada fija, que viene reduciéndose desde mediados del 2000, contribuyó, sin embargo, positivamente al crecimiento durante el último trimestre del 2002 y a partir del segundo trimestre del 2003, producto del dinamismo en dos sectores: el inmobiliario y el de equipo y software. La contribución de las variaciones de existencias al crecimiento ha sido negativa a lo largo del 2003, lo cual sería un indicio de cierta estrechez de oferta frente al vigor de la demanda. A partir del último trimestre del 2001 el gasto público fue otro importante factor para impulsar el crecimiento; el gasto en defensa fue incluso el principal contribuyente durante el segundo trimestre del 2003, contribución sin la cual el PIB sólo habría crecido 1.5% ese trimestre en vez de 3.1% con respecto al trimestre previo; su aporte fue, sin embargo, prácticamente nulo durante el tercer trimestre. Este mayor gasto contribuyó también al deterioro del balance fiscal que se estima superará el 4% del PIB en el 2003. (Véase gráfico 8.)

Llama la atención que no obstante la aceleración del crecimiento durante 2003, sobre todo el repunte de la inversión, la tasa de desempleo sólo se ha reducido levemente, (-0,4 puntos porcentuales) con lo cual se sitúa en el nivel alcanzado a fines del 2002. Es decir, pese al gran dinamismo registrado del PIB durante el tercer trimestre la creación de empleo no ha sido muy significativa. Esto confirmaría la tesis según la cual las medidas de reorganización y eficiencia se han traducido en mayor productividad pero en desmedro de la incorporación de mano de obra. De este modo se estaría produciendo una recuperación sin crear oportunidades de trabajo. Además mientras persista un exceso de capacidad instalada y la inversión no logre expandirse de manera más dinámica, resultará difícil aumentar el empleo de manera más significativa.

El aporte neto del sector externo al PIB es negativo: las exportaciones de bienes y servicios contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB durante el tercer trimestres, en contraste con lo ocurrido los primeros dos; en el caso de las importaciones se observa también una contribución negativa desde el primer trimestre del 2002. Sólo el primer trimestre del 2003 fue una excepción a esta trayectoria. En este sentido llama la atención que las importaciones, no obstante la depreciación real del dólar desde 2002, mantuvieron desde el segundo trimestre de ese año tasas de crecimiento significativas todos los trimestres si se compara con el mismo trimestre del año anterior. Las exportaciones, contrario a lo que podría esperarse dada la depreciación del dólar, acelera sólo levemente a partir del segundo trimestre pero progresan a un ritmo inferior al de las importaciones y a partir del 2003 pierden nuevamente dinamismo. Esta evolución se ha traducido

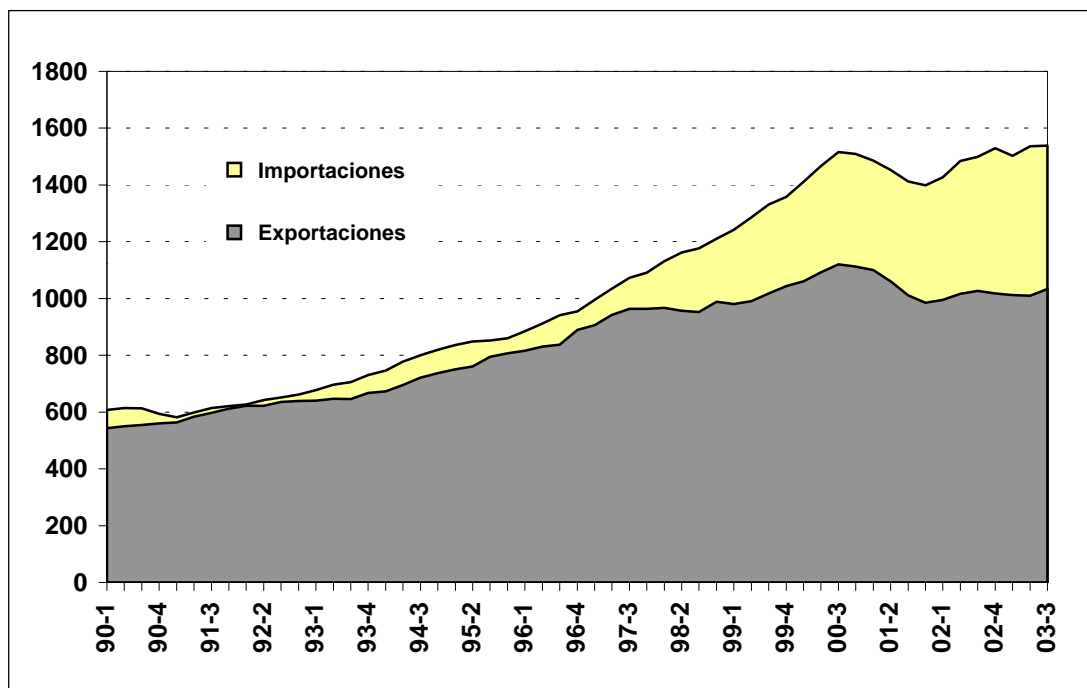
Gráfico 8
ESTADOS UNIDOS: INDICADORES ECONÓMICOS



Fuente: BEA, Reserva Federal y Bureau of Labor Statistics

en un déficit creciente en la cuenta corriente. Actualmente está en un nivel que representa casi 5% del PIB, circunstancia que no se había registrado durante los últimos veinte años. Como ya señalamos, ese desequilibrio podría acercarse a 7% del PIB en el 2004.

Gráfico 9
EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR 1990-2003
(miles de millones de dólares constantes)



Fuente: BEA.

b. ... pero hay límites y riesgos

Esos niveles del déficit en cuenta corriente son un factor de preocupación en cuanto a la perspectiva de la economía norteamericana. Estudios realizados sugieren que las economías generalmente entran en crisis cuando el déficit en cuenta corriente supera 4 - 5% del PIB y que tal déficit tiende a revertirse a partir de ese nivel cuando han crecido por el lapso de unos cuatro años.³⁸ Además la experiencia indica que esta reversión generalmente implica una depreciación de la moneda, que se inicia dos años antes de que el déficit llegue a su máximo y se traduce en una clara desaceleración del crecimiento. Estados Unidos, no obstante su estatus especial como emisor de una moneda de reserva, no ha escapado a este patrón general. Considerando que la sobrevaluación del dólar es hoy menor que en 1985, cuando se inició la depreciación que permitió eliminar, entre 1987 y 1991, el déficit en cuenta corriente que se había generado en la primera mitad de los ochenta, cabría anticiparse que una depreciación menor será suficiente para revertir el actual desequilibrio, aún cuando el impacto sobre el crecimiento podría ser similar o incluso mayor.³⁹

Cabe agregar que se vislumbra un cambio en la tendencia del comercio exterior durante el último trimestre de 2003, en el sentido que las importaciones de bienes caen (2,6%) con respecto al trimestre anterior mientras las exportaciones de bienes crecen (9%), tendencia que de persistir

³⁸ Ver: El Fondo Monetario ha realizado dos estudios diferentes al respecto que se citan en *The Economist* (Septiembre, 20, 2003).

³⁹ Ver: BIS, (2003).

podría ser el inicio de una corrección del desequilibrio comercial y por ende de la cuenta corriente. Esta tendencia podría estar asociada a la depreciación del dólar así como a un proteccionismo emergente en los Estados Unidos.⁴⁰

Desde el año 2000 es sobre todo en el consumo, que no obstante la recesión mantuvo un cierto vigor, donde se origina el dinamismo de la economía mientras que la inversión no contribuye significativamente, con excepción de la inversión residencial. Como ya señalamos, esta se ha visto favorecida por las bajas tasas de interés y reforzada con el rol que juega como alternativa de inversión frente a los riesgos e incertidumbres que han rodeado a las bolsas desde marzo 2000. Empero, cabe destacar que el impulso principal del consumo proviene de medidas especiales, como las bajas tasas de interés en relación a la compra de autos y de vivienda y del impacto que tuvieron las reducciones de impuesto durante el tercer trimestre. Mientras las mejoras de productividad no se generalicen y los incentivos fiscales no se reflejen en una clara recuperación de la inversión como para que el desempleo se reduzca a los niveles previos parece difícil que el dinamismo del consumo se sostenga y por ende el crecimiento del PIB.⁴¹ Ese dinamismo ha estado, como vimos, también apoyado en el gasto fiscal, sobre todo en defensa y en seguridad, y dado el nivel del déficit fiscal difícilmente podría expandirse aun más. Puede incluso resultar difícil sostener el nivel actual más allá del 2004, que es año electoral y es muy poco probable que se implementen medidas de restricción fiscal antes del 2005. Es decir el dinamismo actual de la economía se basa en buena parte en factores de carácter temporal que deben aminorarse con el tiempo.

En resumen, la coyuntura actual, aún cuando justifica un cierto optimismo con respecto a la perspectiva en el corto plazo de la economía norteamericana, presenta características que hacen dudar de la sustentabilidad del dinamismo reciente y de la posibilidad de alcanzar y mantener tasas de crecimiento cercanas al 4% como prevén algunos analistas. Las características de y los impulsos tras la recuperación actual son muy distintos a los que originaron el repunte y posterior dinamismo de la economía durante la década de los noventa. Así, el gasto fiscal ha jugado un rol importante, muy particularmente durante el primer semestre del 2003, y aunque su crecimiento se ha desacelerado, se mantiene en niveles relativamente altos, acumulándose así importantes déficit en un claro contraste con la reducción y posterior acumulación de superávit fiscal que se produjo durante los años noventa. Además, se observa un aumento de la tasa de interés de largo plazo pesa a la política monetaria expansionista y se registran grandes desequilibrios en cuenta corriente pese a la depreciación real y efectiva del dólar.

⁴⁰ Entre los signos de un mayor proteccionismo cabe mencionar las cuotas que se impusieron a la importación de acero y ciertos productos agrícolas en 2002 y las que recientemente se ha propuesto imponer a las importaciones de textiles provenientes de la China.

⁴¹ De hecho una proyección reciente prevé una clara desaceleración del crecimiento del PIB durante el último trimestre del 2003 y una tasa algo menor el primer trimestre del 2004, crecería 2,5% y 2,2% respectivamente, expresado como tasa anualizada de crecimiento con respecto al trimestre precedente, véase L. R. Klein y S. Ozmur, (Diciembre 1, 2003).

IV. A modo de conclusión: un motor a media máquina...

Al finalizar una década de beneficios ligados "al dividendo de la paz", el gasto fiscal ha comenzado a secundar el estímulo monetario, llevando al mismo tiempo a la economía hacia una fase de gasto militar y de seguridad que, como dice Klein, configura una especie de "Keynesianismo militar". Frente a este cambio de política fiscal, reforzada tras los atentados de las dos torres de Wall Street y cuyas más claras manifestaciones son las intervenciones militares en Afganistán e Irak, cabe preguntarse cuáles serán los efectos de este continuado "combate contra el terrorismo".⁴² Esta situación puede traducirse en mayor actividad económica, y como vimos tuvo un impacto importante sobre el crecimiento durante los tres primeros trimestres del 2003, pero su contribución en cuanto a mejoras más duraderas en el nivel de vida y a una expansión de la productividad es limitada.

La posibilidad de que el crecimiento de Estados Unidos a más largo plazo volverá a lo que fue en los años 90 depende de varios factores. Está, entre otros, relacionada con la evolución de la productividad, lo que debe traducirse en aumentos manifiestos de la productividad total de los factores, y depende, a su vez, de la disponibilidad de refinanciamiento para la inversión, ya sea ahorro externo o aumentos del ahorro privado nacional, pero ninguno de los dos factores parecen estar garantizados por ahora.

⁴² Ver: L.Klein: *The World Economy in an Uncertain Environment*, presentación a la Asamblea General de las Naciones Unidas, Octubre, 11, 2001.

Así lo indica el hecho que se han reducido considerablemente los flujos de capitales hacia los Estados Unidos y su composición y origen ha cambiado notoriamente. Se observa una caída importante en los flujos de inversión extranjera y los inversionistas institucionales privados están menos dispuestos a comprar bonos norteamericanos, por el contrario se han convertido en vendedores netos, y son los Bancos Centrales los que han reemplazado esos compradores. Sin embargo, los bancos centrales europeos han reducido sus reservas en dólares ya que (con la introducción del euro) necesitan menos dólares para defender sus divisas. Los compradores son sobre todo los bancos centrales de Asia, que financiaron más de la mitad del déficit en cuenta corriente de los EE.UU. durante el segundo trimestre del 2003.⁴³ Una situación donde inversionistas privados han sido reemplazados por bancos centrales difícilmente pueda sostenerse en el tiempo. Los países asiáticos que han venido comprando dólares podrían, por ejemplo, diversificar sus reservas, o bien acceder a las presiones a los que se ven sometidos en el sentido de permitir una revalorización de sus monedas respecto del dólar. No solamente el dólar podría entonces enfrentar una fuerte depreciación, sino que los EEUU perderían una importante fuente de financiamiento de su déficit en cuenta corriente, lo que podría precipitar un ajuste recesivo.

En segundo lugar, el mayor crecimiento en la productividad, que se observa a partir de 2002, puede ser el resultado del efecto rezagado que manifiesta normalmente en el ciclo económico como consecuencia de los esfuerzos por sostener o mejorar ganancias por parte de las empresas. De este modo, según señala un analista, los trimestres iniciales de una recuperación típicamente combinan un salto en el crecimiento de la producción con el efecto rezagado de los esfuerzos por reducir costos y empleo por parte de las empresas. Es sólo una vez que la recuperación esté bien encaminada que se inicia una recuperación en serio del empleo.⁴⁴ Cabe agregar que las innovaciones tecnológicas o sea "la nueva economía" deberían traducirse en un aumento de la productividad global de los factores para que sus consecuencias sean duraderas, lo que no parece ser el caso como ya vimos. En caso que el ritmo elevado de productividad se explique más bien por ese efecto rezagado, se requeriría continuar acumulando capital para que estos niveles de incremento de la productividad se mantengan en el tiempo. La posibilidad de seguir creciendo a tasas elevadas depende por lo tanto de que se mantengan esas elevadas tasas de inversión. Dadas las bajas tasas de ahorro nacional, esto se traduce en una dependencia creciente de flujos externos de capital y estas, como vimos, se han reducido a partir de la recesión.

Otra situación que es fuente de preocupación y que pone límites a la capacidad de expansión de la economía son los desequilibrios inusualmente altos de la cuenta corriente y del presupuesto fiscal. Cabe agregar que esta situación no se asocia exclusivamente al gasto federal, ya que los estados y gobiernos locales, constitucionalmente obligados a mantener sus presupuestos en equilibrio, están entrando en crisis.⁴⁵ Llama la atención que el enorme impulso fiscal del actual gobierno en conjugación con una política monetaria sumamente laxa haya tenido como resultado una recuperación de la economía más lenta que lo observado en recesiones anteriores. Además, contrasta esta situación con las políticas restrictivas que tanto los Estados Unidos como el Fondo Monetario y el Banco Mundial proscriben para otros países. Como señala un experto, todos ellos justifican las medidas restrictivas por las que abogan con los beneficios de largo plazo que supondrían, no obstante el dolor que causan en el corto plazo; ese analista agrega que sería interesante ver si los Estados Unidos están dispuestos a aceptar esta estrategia de "gain for pain" que tan entusiastamente recomiendan a los demás.⁴⁶

⁴³ Ver: OECD, op. cit.

⁴⁴ Ver: R. A. Blecker op. cit.

⁴⁵ California sola enfrenta un déficit en el rango de 18 a 26 mil millones de dólares y el shortfall combinado de todos los estados está en el rango de US\$ 70 a 85 mil millones. James K. Galbraith: What is the American Model all about? Soft budgets and the Keynesian Devolution, Levy Institute, No 72, 2003.

⁴⁶ Ver: D. Baker op. cit.

La sobrevalorización del dólar que se refleja en esa enorme acumulación de déficit en cuenta corriente, tiene como contrapartida la acumulación de superávit en el resto del mundo. La vulnerabilidad que esta situación implica se refleja en el hecho que la venta de sólo una parte reducida de los activos financieros brutos en manos de extranjeros privaría el sistema financiero norteamericano de un monto similar a su actual déficit en cuenta corriente. Si los Estados Unidos no lograsen continuar financiando este déficit el dólar se depreciaría fuertemente, las tasas de interés subirían y se iniciaría una severa recesión.⁴⁷

Hasta ahora es por la compra de bonos de parte de los bancos centrales que se ha logrado evitar una caída más drástica del dólar pero esta situación es difícilmente sostenible. El Japón sólo ha financiado la mayor parte del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos durante el período 1997-2002, contribuyendo con un monto de 100 mil millones de dólares anuales; pero difícilmente podrá continuar con este financiamiento, debido a sus problemas financieros aún no resueltos y a una población envejecida, que genera crecientes repercusiones sobre el gasto social. Los otros países asiáticos, en particular China, también han acumulado un superávit pero están requiriendo mayores importaciones para sostener su creciente demanda interna (sobre todo de petróleo y alimentos) y también sufren problemas financieros. En el caso de Europa, el superávit ya está declinando, y al igual que Japón enfrenta un gasto social creciente por el envejecimiento de la población al tiempo que dirige su IED crecientemente hacia Europa del Este, lo que explica en parte la apreciación del euro frente al dólar.⁴⁸ Con todo, los Estados Unidos por su capacidad de emitir moneda de reserva pueden imponer reglas de juego propias, sin someterse a los ajustes forzados de los demás países e incluso recurrir a medidas proteccionistas cuando las estiman necesarias como se ha visto recientemente.

Es posible visualizar tres escenarios alternativos en el mediano plazo.⁴⁹ En primer lugar, es factible que no se produzca un reequilibrio, sino que los déficit sigan acumulándose, con lo cual se postergaría el ajuste y se acrecentaría la magnitud de la caída posterior del dólar. Esta perspectiva supone que los flujos de capital hacia los Estados Unidos se reanuden para compensar los insuficientes niveles de ahorro nacional. No obstante, en esta situación se elevarían las tasas de interés frente a las necesidades de financiamiento fiscal lo cual tendría un impacto mayor de lo usual vía “los efectos riqueza”, dado el mayor grado de endeudamiento de los hogares y un consumo sostenido en buena parte por el refinanciamiento de deudas hipotecarias. Es difícil prever en qué medida este impacto pueda compensarse con un cambio en la trayectoria del dólar, asociado al ingreso de capitales, y que permita satisfacer las necesidades internas con un nivel de importaciones sostenido. Dado el bajo crecimiento mundial, sobre todo en Europa y el Japón, y el rol que juegan los Estados Unidos como emisor de moneda de reserva, es posible que éstos continúan absorbiendo el ahorro del resto del mundo aún sin retomar tasas de crecimiento como las que se observaron en la segunda mitad de los noventa.

En segundo lugar, podría producirse un ajuste suave del consumo, a través por ejemplo de mayor ahorro interno, y cierta depreciación del dólar, que compensaría la debilidad de la demanda interna. Se plantea el dilema, que si los Estados Unidos producen más de lo que consumen, quién absorbería ese excedente como para que puedan contraer su déficit en cuenta corriente. Esta situación forzaría necesariamente un ajuste en el resto de mundo al tener que absorber un cierto excedente americano y perder a la vez competitividad exportadora; evolución que beneficiaría a los Estados Unidos pero no así al resto del mundo, traduciéndose en un escenario levemente recesivo. Europa tendría dificultades de absorción por la falta de dinamismo de su demanda y Japón aún no

⁴⁷ Según Blecker esto sería el caso con la venta de sólo 7% de las tenencias de activos financieros (excluyendo inversión extranjera directa) en los Estados Unidos por parte de extranjeros. (Blecker 2003)

⁴⁸ Ver: Antony P. Mueller, (02/01/2003) y (20/10/2003)

⁴⁹ Estos tres escenarios es basan en lo que plantea Martín Wolf, en su artículo *The recovery Myth* Financial Times, June 12, 2002.

supera sus dificultades, a pesar de haber logrado incrementar algo su dinamismo sobre la base de una política intervencionista que le ha permitido ganar competitividad exportadora.

Finalmente, un tercer escenario podría implicar un ajuste más brutal con una caída fuerte del dólar, si, por ejemplo, los bancos centrales dejan de contrarrestar las presiones a la revaluación de sus divisas y comienzan a liquidar reservas en dólares. En tal caso, caerían los precios de las acciones a nivel mundial con sus correspondientes salidas de capital y el dólar se debilitaría fuertemente; es decir se produciría una reducción de la inversión y del consumo en los Estados Unidos, que no podrían volver a convertirse en la locomotora del crecimiento, todo lo cual se traduciría en un ajuste mayor en el resto del mundo y una recesión generalizada. Este análisis concluye que la visión consensuada de la economía norteamericana no necesariamente es errónea pero sería una visión miope. Según esa perspectiva hay una recuperación durante el 2003 con una aceleración del crecimiento en el 2004 a tasas cercanas del 4%, producto principalmente de la combinación de medidas de estímulo fiscal y monetario que se suman a las mejoras de productividad. Así se refuerzaría el repunte de la inversión al tiempo que el estímulo al consumo vendría, sobre todo, del efecto riqueza que se asocia a las alzas bursátiles y el comercio externo ganaría competitividad. En todo caso no bastaría con una considerable depreciación adicional para eliminar el déficit en cuenta corriente, aun cuando mejoraría el saldo comercial, sino sería necesario un cambio en el patrón de ahorro privado o políticas monetarias y fiscales restrictivas.⁵⁰ Es decir, una aceleración económica en el 2004 es posible pero significa postergar y ampliar el necesario ajuste "post-excesos". De hecho en un año electoral en los EEUU, es bastante verosímil que se pretenda postergar el ajuste independientemente de los costos que pueda suponer a más largo plazo.

No parece ser suficiente confiar en los mercados para corregir el desajuste del dólar. Los desequilibrios son una amenaza para la economía mundial ya que pueden traducirse en un ajuste del dólar brusco y no de una manera más lenta que sería lo deseable. Además, tanto los inversionistas europeos como los japoneses tienen considerables activos denominados en dólares; una depreciación marcada del dólar los expondría por lo tanto a efectos de riqueza negativos con lo cual el crecimiento se desaceleraría y el problema de la absorción se complicaría. Es decir, hay razones para pensar que los riesgos de un crecimiento menor y una depreciación mayor son ahora mayores que en la segunda mitad de los años ochenta cuando tanto Europa como Japón crecían con mayor dinamismo.⁵¹

En resumen, aún cuando los Estados Unidos han vivido períodos anteriores de sobre evaluación del dólar y desequilibrios "gemelos" en cuenta corriente y fiscal la situación actual parece ser más grave. Esto no sólo por la magnitud de estos desequilibrios sino por la complejidad del contorno internacional y, en particular, por la debilidad del resto de las economías, sobre todo Europa y el Japón. A esto cabe subrayar que las bajas tasas de interés dejan poco margen de maniobra para un estímulo monetario adicional, que un bajo nivel de inflación ha hecho reaparecer el fantasma de la deflación, y que la existencia de bancos centrales independientes y del euro como una alternativa de moneda de reserva hacen más difícil concertar políticas coordinadas con el fin de lograr ajustes paulatinos. Frente al débil crecimiento que aún se observa a escala mundial, la manera como se logre el necesario ajuste de los valores de las principales divisas será un factor importante para contribuir a la reactivación de la economía mundial o por el contrario, para empujarla a una nueva recesión.

⁵⁰ Esta es la línea de razonamiento que se encuentra, entre otros, en el informe de OECD de diciembre 2003,

⁵¹ Para más detalles véase BIS: 73rd Annual Report, junio 2003.

Bibliografía

- Artus, P., *La nouvelle économie*, La Découverte, Paris, 2002, pag. 84.
- Atkinson, R.D.R.H. Court, *The New Economy Index: Understanding America's Economic Transition*, Progressive Policy Institute, November 1998.
- Baker, D., *Double Bubble: The Implications of the Over-Valuation of the Stock Market and the Dollar*, Center for Economic and Policy Research, CEPR, www.cepr.net
- Bank of International Settlements, BIS, *73rd Annual Report*, junio 2003.
- Barrell, R., *Booms and turning points*, NIESR, presentado en la reunión LINK, abril 2000.
- Bernanke, B.S.: *The jobless recovery*, Reserva Federal, discurso del Gobernador B..S. nov. 6 2003.
- BIS, *73rd Annual Report*, junio 2003.
- Blecker, R. A.: *The benefits of a lower dollar: how the dollar has hurt US Manufacturing producers and why the dollar still needs to fall further*, Economic Policy Institute, Briefing Paper, Washington DC, may 2003.
- Brender A., Pisani F., *Le Nouvel Age de l'Economie Américaine*, Ed. Económica, 1999.
- Bureau of Economic Analysis, www.bea.gov.doc.
- Brynjofsson, E., Hitt, L. M., *Beyond the Productivity Paradox: Computers are they the Catalyst for Bigger Changes*, agosto 1998, <http://ccs.mit.edu>
- CEPAL, *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, 2002, capítulo I.
- CEPAL, *Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe 2000-2001*, capítulo I, 2002.
- CEPII, Lettre no 25, *Heureux Dollar*, julio/agosto 2003.
- Challenge, *Keynesianism Again, an interview with Lawrence Klein*”, revista, Mayo-Junio de 2001.
- Eriksson, J. y A., Ådahl, M., *Finns det en ny ekonomi och kommer den till Europa?*, Penning och Valutapolitik 1/2000, Riksbanken, Suecia.

- Ferguson, R.W.Jr., *Productivity Growth: A Realistic Assessment*, London School of Business, U.K. Octubre, 24, 2003, www.reservafederal.gov
- Financial Times, *The Recovery Myth*, 12, June 2002.
- Galbraith, James K., What is the American Model all about? Soft Budgets and the Keynesian Devolution, Levy Institute, No 72, 2003.
- Gordon R. J., *Does the "New Economy" Measure up to the Great Inventions of the Past?* NBER, agosto 2000.
- Greenspan, A. *Productivity*, speech at the US Department of Labor and Enterprise Institute Conference, October 23, 2002, www.federalreserve.gov.
- Greenspan, A., *Information, Productivity and Capital Investment*, statement, octubre 1999.
- IRES, *Service de Analyse Economique*, junio 1999.
- Jorgensen, D.W., Stiroh, K., *Raising the Speed Limit: U.S. Economic Growth in the Information Age*, Mayo 1, 2000, Federal Reserve Bank of New York,
- Klein, L. R. y Ozmuur, S. *Forecast Summary*, High Frequency Forecasts, noviembre 17, 2003, www.chass.utoronto.ca
- Klein, L. R., *The World Economy in an Uncertain Environment*, presentación a la Asamblea General de las Naciones Unidas, Octubre, 11, 2001.
- Klein, L. R., Y. Kumasaka, *It Revolution and Increasing Returns to Scale in the U.S. Economy*, UN, Project Link, Spring 2000.
- Klein, L. R., *A New Economy*, Link project, abril 2000.
- Mueller, A. P., *The Demise of the Dollar*, 02/01/03, www.mises.org
- Mueller, A. P., *The End of the Dollar Supremacy*, 20/10/2003, www.mises.org
- National Bureau of Economic Research, NBER, *de los Estados Unidos, con fecha 26 de noviembre del 2001*
- OECD, *Financial Markets Trends*, No 85, Octubre 2003.
- OECD, *World Economic Outlook*, diciembre 2003.
- OFCE, *Perspectives pour 2002-2003*, Revue no 83, Octubre 2002.
- Reserva Federal: www.fed.gov
- Roach, S., *The Productivity Paradox*, New York Times, noviembre 2003.
- Ryd, G., *Los países industrializados: un resumen de las proyecciones 2000/2001*, CEPAL, Serie de Estudios Estadísticos y Prospectivos, marzo 2001.
- Statistics Norway, *Economic Survey*, 3/2002, www.ssb.no
- Stiroh, K., *Is there a New Economy*, Challenge, Julio-Agosto 1999.
- The Economist, *American productivity growth: Paradox lost, y The New "New Economy"* Septiembre 13, 2003.
- The Economist, *The dollar: Which way next?*, agosto 30, 2003
- The Economist, *American Productivity: A Spanner in the Productivity Miracle*, agosto 11, 2003.
- The Economist, *The Unfinished Recession, a Survey of the World Economy*, Septiembre, 28, 2002.
- The Economist: *A survey of the World Economy*, September 20, 2003.
- UN/DESA: *World Economic Survey 2001*, capítulo I, enero 2001.
- Wolf, M., *The Recovery Myth*, Financial Times, June 12, 2002.



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

estudios estadísticos y prospectivos

Números publicados

- 1 Hacia un sistema integrado de encuestas de hogares en los países de América Latina, Juan Carlos Feres y Fernando Medina (LC/L.1476-P), N° de venta: S.01.II.G.7, (US\$ 10.00), enero, 2001. [www](#)
- 2 Ingresos y gastos de consumo de los hogares en el marco del SCN y en encuestas a hogares, Heber Camelo (LC/L.1477-P), N° de venta: S.01.II.G.8, (US\$ 10.00), enero, 2001. [www](#)
- 3 Propuesta de un cuestionario para captar los ingresos corrientes de los hogares en el marco del SCN 1993, Jorge Carvajal (LC/L.1478-P), N° de venta: S.01.II.G.9, (US\$ 10.00), enero, 2001. [www](#)
- 4 Enfoques para la medición de la pobreza. Breve revisión de la literatura, Juan Carlos Feres y Xavier Mancero (LC/L.1479-P), N° de venta: S.01.II.G.10, (US\$ 10.00), enero, 2001. [www](#)
- 5 Proyecciones latinoamericanas 2000-2001, Alfredo Calcagno, Sandra Manuelito y Gunilla Ryd (LC/L.1480-P), N° de venta: S.01.II.G.11, (US\$ 10.00), enero, 2001. [www](#)
- 6 La vulnerabilidad social y sus desafíos, una mirada desde América Latina, Roberto Pizarro (LC/L.1490-P), N° de venta: S.01.II.G.30, (US\$ 10.00), febrero, 2001. [www](#)
- 7 El método de las necesidades básicas insatisfechas (NBI) y sus aplicaciones en América Latina, Juan Carlos Feres y Xavier Mancero (LC/L.1491-P), N° de venta: S.01.II.G.31 (US\$ 10.00), febrero, 2001. [www](#)
- 8 Escalas de equivalencia: reseña de conceptos y métodos, Xavier Mancero (LC/L.1492-P), N° de venta: S.01.II.G.32, (US\$ 10.00), marzo, 2001. [www](#)
- 9 Consideraciones sobre el índice de Gini para medir la concentración del ingreso, Fernando Medina (LC/L.1493-P), N° de venta: S.01.II.G.33, (US\$ 10.00), marzo, 2001. [www](#)
- 10 Los desafíos del Mercosur ante la devaluación de la moneda brasileña, Arturo O'Connell (LC/L.1498-P), N° de venta: S.01.II.G.40, (US\$ 10.00), febrero, 2001. [www](#)
- 11 La medición del desarrollo humano: elementos de un debate, Xavier Mancero (LC/L.1548-P) N° de venta: S.01.II.G.61, (US\$ 10.00), marzo, 2001. [www](#)
- 12 Países industrializados: resumen de las proyecciones 2000-2001, Gunilla Ryd (LC/L.1519-P) N° de venta S.01.II.G.62, (US\$ 10.00), marzo 2001. [www](#)
- 13 Perspectivas de América Latina en el nuevo contexto internacional 2001. (LC/L.-P) N° de venta S.01.II.G., (US\$ 10.00), mayo 2001. [www](#)
- 14 La pobreza en Chile en el año 2000, Juan Carlos Feres (LC/L.1551-P) N° de venta S.01.II.G.92, (US\$ 10.00), mayo 2001. [www](#)
- 15 La convertibilidad argentina: ¿un antecedente relevante para la dolarización de Ecuador?, Alfredo Calcagno y Sandra Manuelito (LC/L.1559-P) N° de venta S.01.II.G.104., (US\$ 10.00), junio 2001. [www](#)
- 16 Proyecciones latinoamericanas 2001-2002, Alfredo Calcagno, Sandra Manuelito y Gunilla Ryd (LC/L.1688-P), N° de venta: S.02.II.G.3, (US\$ 10.00), enero, 2002. [www](#)
- 17 Países industrializados: resumen de las proyecciones 2001-2002, Gunilla Ryd (LC/L.1702-P) N° de venta S.02.II.G.13, (US\$ 10.00), febrero 2002. [www](#)
- 18 Países industrializados: un análisis comparativo de las proyecciones 2002-2003, Gunilla Ryd (LC/L.1868-P), N° de venta S.03.II.G.39, (US\$ 10.00), marzo 2003. [www](#)
- 19 Proyecciones de América Latina y el Caribe, 2003 (LC/L.1886-P), N° de venta S.03.II.G.52, (US\$ 10.00), abril 2003. [www](#)
- 20 Reseña de programas sociales para la superación de la pobreza, Marcia Pardo (LC/L.1906-P) N° de venta S.03.II.G.64, (US\$ 10.00), mayo 2003. [www](#)
- 21 Registros Administrativos, calidad de los datos y credibilidad pública: presentación y debate de los temas sustantivos de la segunda reunión de la Conferencia Estadística de las Américas de la CEPAL: registros administrativos, (LC/L.2007-P) N° de venta S.03.II.G.168, (US\$ 10.00), noviembre 2003. [www](#)

- 22 Apertura y cambio estructural de la economía brasileña, Alejandro Vargas, (LC/L.2024-P) N° de venta S.03.II.G.188, (US\$ 10.00), noviembre 2003. [www](#)
- 23 Tendencias y extrapolación del crecimiento en América Latina y el Caribe, Hubert Escaith, (LC/L.2031-P) N° de venta S.03.II.G.193, (US\$ 10.00), noviembre 2003. [www](#)
- 24 El desarrollo económico de América Latina entre dos épocas de globalización-una agenda de investigación, Albert Carreras, André A. Hofman, Xavier Tafunell y César Yáñez, (LC/L.2033-P) N° de venta S.03.II.G.197, (US\$ 10.00), noviembre 2003. [www](#)
- 25 Potential output in Latin America: a standard approach for the 1950-2002 period, André A. Hofman, Heriberto Tapia, (LC/L.-2042P) N° de venta S.03.II.G.205, (US\$ 10.00), noviembre 2003. [www](#)
- 26 Estados Unidos: ¿Una nueva economía, o más de lo mismo?, Gunilla Ryd, (LC/L.2043-P) N° de venta S.03.II.G.202, (US\$ 10.00), diciembre 2003. [www](#)

Otras publicaciones de la CEPAL relacionadas con este número

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: publications@eclac.cl.

[www](#) Disponible también en Internet: <http://www.cepal.org/> o <http://www.eclac.org>

| |
|--------------------------------------|
| Nombre: |
| Actividad: |
| Dirección: |
| Código postal, ciudad, país: |
| Tel.: Fax: E.mail: |